

ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
КЫРГЫЗСКО-РОССИЙСКИЙ СЛАВЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ
Кафедра «Экономика и управление на предприятии»

К.М. Мечукаева

ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Курс лекций

Бишкек 2015

УДК 338
М 41

Рецензенты:

д-р экон. наук, проф. КРСУ *Н.С. Аттокурова*,
канд. экон. наук БФ МСИ *А.И. Копытина*,
канд. экон. наук, доц. ВШ Магистратуры МУК *Р.Р. Бекбоева*

Рекомендовано к изданию
Советом экономического факультета КРСУ

Мечукаева К.М.

М 41 ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ
БУМАГ: курс лекций. Бишкек: Изд-во КРСУ, 2015. 94 с.

Рассматриваются определение ценных бумаг, их функции, классификация, взаимосвязь финансового и фондового рынков, вопросы государственного регулирования ценных бумаг, функционирования торговой системы рынка ценных бумаг, биржевая деятельность.

Курс лекций предназначен для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов, профессиональных участников фондового рынка и практических работников, специализирующихся в области ценных бумаг.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ТЕМА 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИИ ЦЕННЫХ БУМАГ	7
1. Структура РЦБ.....	7
2. Классификация и значение РЦБ.....	11
ТЕМА 2. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ, ФУНКЦИОНИРУЮЩИХ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	19
1. Роль государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государства	19
2. Акции. Особенности их функционирования на РЦБ.....	39
3. Облигации на РЦБ	56
4. Прочие виды ценных бумаг	66
5. Дивиденды	76
ТЕМА 3. ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ. УЧАСТНИКИ РЦБ	80
1. Торговые системы РЦБ	80
2. Биржевые индексы.....	83
РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА	92

ВВЕДЕНИЕ

Целью формирования политики дальнейшего развития рынка ценных бумаг является активизация развития и укрепление рынка. Эта стратегическая цель предполагает две основные составляющие:

- усиление значимости рынка ценных бумаг в финансировании экономики республики;
- усиление роли кыргызского рынка ценных бумаг на центрально-азиатском финансовом рынке.

Укрепление финансовой системы сегодня является одной из важных задач государства. Для устойчивого экономического роста требуется мобилизация необходимых финансовых ресурсов. В этом направлении рынок ценных бумаг должен стать альтернативой банковской системы. В современной экономике рынок ценных бумаг является одним из основных механизмов аккумулирования и перераспределения инвестиционного капитала. Обслуживая принципиальную для экономического роста связку «сбережения–инвестиции» и перелив финансовых ресурсов между секторами национальной экономики, рынок ценных бумаг должен стать одним из ключевых механизмов в рамках национальной модели экономического роста и повышения благосостояния государства. Значимость рынка ценных бумаг должна стать равной значению банковского сектора в привлечении и перераспределении финансовых ресурсов. Все предпринимаемые усилия должны быть направлены на увеличение доверия инвесторов к рынку ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг республики имеет достаточно развитый характер: создана адекватная законодательная база функционирования рынка ценных бумаг, которая охватывает практически все вопросы, регулирующие фондовый рынок, сформирована и продолжает развиваться инфраструктура рынка, но при этом рынок характеризуется малым объемом и ограниченным числом

финансовых инструментов. Важным шагом дальнейшего развития кыргызского фондового рынка будет его интеграция с другими регионами, прежде всего – странами Центральной Азии (Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан, Казахстан). Фондовые рынки указанных стран Центральной Азии в настоящее время находятся на разных этапах развития – у одних достаточно развитый рынок с большим резервом средств для инвестирования, у других инфраструктура на стадии формирования. Интеграция фондовых рынков указанных государств позволит активизировать их развитие, в результате чего для кыргызского рынка ценных бумаг появится возможность привлечения инвестиций посредством расширения базы инвесторов с одной стороны, и, с другой стороны, оказания услуг на рынках других стран.

Роль ценных бумаг как формы связи субъектов рыночных отношений, опирающихся на экономико-правовой механизм, отнюдь не заканчивается на этом. Через ценные бумаги осуществляется инвестиционный процесс. Причем инвестиции автоматически направляются в самые эффективные сферы народного хозяйства, их получают наиболее жизнеспособные рыночные структуры.

Ценные бумаги, наряду с финансовыми институтами, финансовыми рынками и регулирующими их правовыми нормами, выступают составными частями финансовой системы государства. Такая система начала формироваться в нашей стране только в конце 90-х годов, когда была признана необходимость становления в Кыргызстане рыночного хозяйства.

Переход к рынку требует реформирования отношений собственности – приватизации средств производства, перехода от государственной к акционерной форме собственности. Появились первые законы о предпринимательстве и об акционировании государственных предприятий, положения об акционерных обществах, о ценных бумагах и биржах, о коммерческих банках и страховых компаниях, об инвестиционных компаниях, пенсионных фондах и т.п.

Экономическая практика 90-х годов подтвердила ту истину, что важным средством развития рыночных методов хозяйство-

вания являются ценные бумаги, фиксирующие право собственности на капитал (как в денежной, так и в вещественной форме), что только с помощью ценных бумаг собственность акционерных обществ становится собственностью широких слоев населения, частных собственников. Рынок ценных бумаг с сопутствующей ему системой финансовых институтов – это та сфера, в которой реализуются отношения собственности, формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы. Повысить долю производственных инвестиций в ВВП страны – первостепенная задача в условиях происходящего в стране сокращения производства, а это в свою очередь невозможно без использования потенциальных резервов рынка ценных бумаг.

ТЕМА 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Вопросы:

1. Структура РЦБ.
2. Классификация и значение РЦБ.

1. Структура РЦБ

Современный рынок – комплексное многофункциональное понятие. Оно, с одной стороны, включает в себя рынок товаров и услуг, с другой – рынок ресурсов. Последний, в свою очередь, состоит из финансового рынка и рынка недвижимости. Именно взаимодействие этих рынков и предопределяет национальный экономический механизм, имеющий кредитный характер. Это значит, что подавляющее число рыночных субъектов, действующих на основе заключенных договоров, принимают на себя обязательства, имеющие форму ценных бумаг.

Роль ценных бумаг как формы связи субъектов рыночных отношений, опирающихся на экономико-правовой механизм, отнюдь не заканчивается на этом. Через ценные бумаги осуществляется инвестиционный процесс. Причем инвестиции автоматически направляются в самые эффективные сферы народного хозяйства, их получают наиболее жизнеспособные рыночные структуры.

Ценные бумаги, наряду с финансовыми институтами, финансовыми рынками и регулируемыми их правовыми нормами, выступают составными частями финансовой системы государства. Такая система начала формироваться в нашей стране только в конце 90-х годов, когда была признана необходимость восстановления в Кыргызстане рыночного хозяйства.

Переход к рынку требует реформирования отношений собственности – приватизации средств производства, перехода от

государственной к акционерной форме собственности. Появились первые законы о предпринимательстве и об акционировании государственных предприятий, положение об акционерных обществах, о ценных бумагах и биржах, о коммерческих банках и страховых компаниях, об инвестиционных компаниях и пенсионных фондах и т.п.

Экономическая практика последующих 90-х годов подтвердила ту истину, что важным средством развития рыночных методов хозяйствования являются ценные бумаги, фиксирующие право собственности на капитал (как в денежной, так и в вещественной форме), что только с помощью ценных бумаг собственность акционерных обществ, становится собственностью широких слоев населения, частных собственников. Рынок ценных бумаг с сопутствующей ему системой финансовых институтов это та сфера, в которой реализуются отношения собственности, формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы. Повысить долю производственных инвестиций в ВВП страны, а это первостепенная задача в условиях происходящего в стране сокращения производства, невозможно без использования потенциальных резервов рынка ценных бумаг.

Правительство Кыргызстана предпринимает необходимые меры для развития и рационализации рынка ценных бумаг. Министерством финансов принято много нормативных актов. Президентом подписаны указы, регулирующие функционирование этого рынка. Следовательно, в сфере экономической деятельности современного поколения кыргызстанцев появилось новое, совершенно особое направление – эмиссия ценных бумаг и операции на рынке ценных бумаг. Это профессионально сложная деятельность, требующая глубоких экономических и юридических знаний математического и информационного обеспечения, накопления и осмысления соответствующих навыков. Возникает необходимость подготовки квалифицированных специалистов для работы с ценными бумагами.

Фондовый рынок (РЦБ) – это институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) фондовых ценностей, т.е. ценных бумаг.

Товаром, обращающимся на данном рынке, являются ценные бумаги, которые определяют состав участников данного рынка, его местоположение, порядок функционирования, правила регулирования и т.п.

Рынок ценных бумаг соотносится с такими видами рынков, как рынок капиталов, денежный рынок, финансовый рынок, на них традиционно представлено движение денежных ресурсов.

На денежном рынке осуществляется движение краткосрочных (до одного года) накоплений, на рынке капиталов – средние и долгосрочные накопления (свыше одного года).

В рыночной экономике рынок ценных бумаг является основным механизмом перераспределения денежных накоплений. Фондовый рынок создает рыночный механизм свободного, хотя и регулируемого, перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли хозяйствования.

Любой фондовый рынок состоит из следующих компонентов:

- субъекты рынка;
- собственно рынок (биржевой, внебиржевой фондовые рынки);
- органы государственного регулирования и надзора;
- саморегулирующиеся организации (объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые выполняют определенные регулирующие функции, например, НАСД (США) и т.п.);
- инфраструктура рынка.

Как и любая сложная организационная система, рынок ценных бумаг должен иметь развитую инфраструктуру, обеспечивающую реализацию его функций. В отечественной практике такая инфраструктура находится в начальной стадии становления. Нехватка кадров, утрата опыта и технологии совершения операций, многочисленные недостатки законодательной базы – все эти проблемы очевидны. Но они – временные, и относятся к этапу роста.

Участники рынка ценных бумаг – это физические лица или организации, которые продают/покупают ценные бумаги или обслуживают их оборот и расчеты по ним, те, кто вступает между собой в определенные экономические отношения по поводу обращения ценных бумаг.

Существуют следующие *основные группы* участников рынка ценных бумаг:

- эмитенты;
- инвесторы;
- фондовые посредники;
- организации, обслуживающие рынок ценных бумаг;
- государственные органы регулирования и контроля.

Эмитенты – это те, кто выпускает ценные бумаги в обращение. Это обычно государство, коммерческие предприятия и организации.

Инвесторы – это все те, кто покупает ценные бумаги, выпущенные в обращение. Инвесторы – это обычное население, а также коммерческие организации, заинтересованные в увеличении (приросте) свободных денежных средств.

Фондовые посредники – торговцы, обеспечивающие связь между эмитентами и инвесторами на рынке ценных бумаг. Это организации, осуществляющие на рынке ценных бумаг брокерскую или дилерскую деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами.

Организации, обслуживающие рынок ценных бумаг, – это организации, выполняющие все другие функции на рынке ценных бумаг, которые, кроме купли-продажи, *могут включать*:

- организаторов рынка ценных бумаг (фондовые биржи или небиржевые организаторы рынка);
- расчетные центры (расчетные палаты, клиринговые центры);
- депозитарии;
- регистраторов;
- информационные органы или организации.

Государственные органы регулирования и контроля рынка ценных бумаг включают:

- высшие органы управления (Президент, Правительство);
- министерства и ведомства (министерство финансов, Государственный орган регулирующий фондовый рынок и др.);
- Национальный банк.

Профессиональная деятельность – это специализированная деятельность на фондовом рынке по перераспределению денежных ресурсов на основе ценных бумаг, по организационно-техническому и информационному обслуживанию выпуска и обращения ценных бумаг.

Профессиональная деятельность на фондовом рынке подразделяется на следующие *виды*:

- брокерская;
- дилерская;
- по организации торговли ценными бумагами;
- депозитарная;
- консультационная;
- по ведению и хранению реестра акционеров;
- расчетно-клиринговая деятельность по ценным бумагам;
- расчетно-клиринговая деятельность по денежным средствам (в связи с операциями с ценными бумагами).

2. Классификация и значение РЦБ

Термин «ценные бумаги» пришел в Россию из немецкого права в прошлом веке. В 1875 году в своей работе «Торговое право» немецкий правовед Толь дал понятие ценной бумаги «как всякого документа имущественно-правового содержания». По Бруннеру, «ценная бумага является документом, удостоверяющим частное право, реализация которого обусловлена владением этим документом». В дальнейшем Якоби определил ценную бумагу, как документ, предъявление которого необходимо для осуществления, выраженного в нем права.

Гражданский кодекс Кыргызской Республики признает ценной бумагой *документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, которые могут быть осуществлены или переданы только*

при предъявлении документа. Право, удостоверенное ценной бумагой, может быть передано другому лицу лишь путем передачи ценной бумаги.

Функции ценных бумаг. Ценные бумаги выполняют несколько функций:

1. *Функция передачи.* Право, удостоверенное ценной бумагой, может быть передано другому лицу путем передачи ценной бумаги. Функция передачи состоит в том, что с переходом собственности на ценную бумагу передается право, закрепленное в ней. Ценные бумаги на предъявителя передаются другому лицу путем их вручения, согласно принципам вещного права. Именные ценные бумаги передаются в порядке, установленном для уступки требований цессии. Права по ордерной ценной бумаге передаются путем совершения на этой бумаге передаточной надписи-индоссамента.

2. *Функция гарантии* означает, что полученное в связи с приобретением ценной бумаги право имеет такое содержание, которое указано в документе, и что не могут быть выдвинуты претензии, не имеющие отношения к самой ценной бумаге.

3. *Функция легитимации.* Владелец может осуществить право, выраженное в ценной бумаге, только после предъявления этой бумаги. Для ценной бумаги на предъявителя необходимо лишь предъявление этой бумаги. Обладатель именной ценной бумаги должен быть легитимирован в соответствии с формой, устанавливаемой законом для данного вида бумаг, т.е. в документе указывается субъект права и его имя заносится в специальный реестр акционерного общества.

Виды ценных бумаг. В общем виде ценные бумаги представляют собой титулы собственности, т.е. такие юридические документы, которые свидетельствуют о праве их владельца на доход или на имущество.

Согласно ст. 38 ГК КР, к ценным бумагам относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном виде ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

По субъектам прав возможна следующая классификация ценных бумаг:

- ценные бумаги на предъявителя, используемые для реализации и подтверждения прав владельца, для которых достаточно простого предъявления ценной бумаги и которые не требуют подтверждения имени владельца. Сюда относятся акции, облигации на предъявителя, предъявительские чеки, простые складские свидетельства (варранты), коносамент на предъявителя и др.;
- именные ценные бумаги, права держателей которых подтверждаются на основе как имени владельца, внесенного в текст бумаги, так и записи в соответствующей книге регистрации ценных бумаг, ведущейся эмитентом (прежде всего, именные акции, облигации, сертификаты);
- ордерные ценные бумаги, права держателей которых подтверждаются как предъявителем этих бумаг, так и наличием соответствующих передаточных надписей (прежде всего, векселя).

В зависимости от *характера сделок*, скрывающихся за выпуском ценных бумаг, а также цели их выпуска, они подразделяются на фондовые (прежде всего к ним относятся акции и облигации, имеющие хождение на фондовых биржах) и коммерческие бумаги, обслуживающие процесс товарооборота и определенные имущественные сделки (векселя, чеки, коносаменты, складские и залоговые свидетельства, закладные и т.д.).

Ценные бумаги делятся на:

1. *основные* – ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др. Основные ценные бумаги делятся на две группы: первичные и вторичные;

2. *производные* – бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива. Производная ценная бумага – это ценная бумага на какой-либо ценовой актив: на цены товаров (обычно,

биржевых товаров: зерна, мяса, нефти, золота), на цены основных ценных бумаг (обычно, на индексы акций, на облигации), на цены кредитного рынка (процентные ставки), на цены валютного рынка (валютные курсы) и т.п. К производным ценным бумагам относятся фьючерские контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободнообращающиеся опционы.

По характеру отношений, фиксируемых ценной бумагой, можно выделить две категории ценных бумаг: долговые и долевыe. Именно они чаще всего обращаются на фондовой бирже.

1. *Долговые ценные бумаги* обычно имеют твердо фиксированную процентную ставку и обязательство возврата капитальной суммы долга к определенной дате в будущем. Основным биржевым товаром среди них являются облигации.

2. *Долевые капитальные ценные бумаги* свидетельствуют о вложении определенной доли их владельцев в капитал эмитента. Такой биржевой товар представляют собой акции.

Первоначально все ценные бумаги выпускались только в бумажной форме, откуда и произошло их название. Стоимость ценной бумаги определяется либо тем, что написано на ней, либо рыночным путем. Однако, развитие рыночных отношений в последние десятилетия привело к появлению новой формы существования ценной бумаги – безбумажной или бездокументарной.

Переход от бумажной формы ценной бумаги к безбумажной связан, во-первых, с нарастанием количества обращающихся ценных бумаг, прежде всего таких известных видов, как акции и облигации. По другим ценным бумагам, число которых сравнительно невелико, документарная форма преобладает.

Во-вторых, многие права, которые закрепляются за владельцами ценной бумаги, могут быть реализованы безотносительно к ее форме. Например, выплата дохода по ценной бумаге, купля-продажа ценной бумаги и т.п. могут производиться без наличия ее самой в качестве материального носителя этих прав.

В-третьих, безбумажная форма ценной бумаги может ускорять, упрощать и удешевлять ее обращение в части расчетов, пе-

редачи от одного владельца к другому, хранения и учета, налогообложения и т.п.

В-четвертых, это связано со структурными изменениями на рынке ценных бумаг (в частности, с увеличением числа именных ценных бумаг и снижением доли предъявительских ценных бумаг).

Бумажная и безбумажная формы – это не просто формы, а стадии развития ценной бумаги, это переход одного качества в другое. Безбумажная ценная бумага – это не то же самое, что традиционная ценная бумага в виде определенного бумажного бланка (предъявительского или именного).

В качестве ценных бумаг признаются только такие права на ресурсы, которые отвечают следующим *фундаментальным требованиям*:

1. обращаемость – способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров;

2. доступность для гражданского оборота – способность ценной бумаги не только покупаться и продаваться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т.п.);

3. стандартность – ценная бумага должна иметь стандартное содержание (стандартность прав, которые представляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т.п.) Именно стандартность делает ценную бумагу товаром, способным обращаться;

4. серийность – стандартность связана с таким качеством ценной бумаги, как серийность, возможность выпуска ценных бумаг однородными сериями, классами;

5. документальность – ценная бумага всегда является документом, независимо от того, существует ли она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам. Документальность придает окончательный «материальный»

облик товару, называемому ценной бумагой. Только документ может зафиксировать стандартные условия ее обращения и использования, обеспечить многократный переход ценной бумаги из рук в руки, как одного и того же товара, стать доказательством правомочности доступа инвестора к правам, предоставляемым ценной бумагой;

6. регулируемость и признание государством. Фондовые инструменты, претендующие на статус ценных бумаг, должны быть признаны государством в качестве таковых, что должно обеспечить на хорошую регулируемость и, соответственно, доверие публики к ним;

7. рыночность. Обращаемость указывает на то, что ценная бумага существует только как особый товар, который, следовательно, должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т.д.;

8. ликвидность – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме) без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию;

9. риск – возможности потерь, связанные с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие. Финансовая, денежная сфера, как вторичная, производная от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствительна к вероятным воздействиям неблагоприятных факторов;

10. Обязательность исполнения.

Принято выделять *первичный и вторичный рынки ценных бумаг*.

Законодательно *первичный рынок ценных бумаг* определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестиционных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями.

Таким образом, первичный рынок – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Важнейшей чертой первичного рынка является полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Вся деятельность на первичном рынке служит для раскрытия информации: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т.д.

Особенностью отечественной практики является то, что первичный рынок ценных бумаг пока преобладает. Эта тенденция объясняется такими процессами, как приватизация, создание новых акционерных обществ, начало финансирования государственного долга через выпуск ценных бумаг.

Существуют две формы первичного рынка ценных бумаг:

- частное размещение;
- публичное предложение.

Частное размещение характеризуется продажей (обменом) ценных бумаг ограниченному количеству заранее известных инвесторов без публичного предложения и продажи.

Публичное предложение – это размещение ценных бумаг при их первичной эмиссии путем публичного объявления и продажи неограниченному числу инвесторов.

Соотношение между публичным предложением и частным размещением постоянно меняется и зависит от типа финансирования, который избирают предприятия в той или иной экономике, от структурных преобразований, которые проводит правительство.

Под *вторичным фондовым рынком* понимаются отношения, складывающиеся при обращении ранее эмитированных на первичном рынке ценных бумаг.

Основу вторичного рынка составляют операции, оформляющие перераспределение сфер влияния вложений инвесторов, а также отдельные спекулятивные операции.

Важнейшая черта вторичного рынка – это его ликвидность, т.е. возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

Вторичный рынок ценных бумаг подразделяется на:

- организованный (биржевой) рынок;
- неорганизованный (внебиржевой или «уличный») рынок.

Контрольные вопросы:

1. Раскройте структуру РЦБ.
2. По каким признакам классифицируются РЦБ?

ТЕМА 2. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ, ФУНКЦИОНИРУЮЩИХ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Вопросы:

1. Роль государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государства.
2. Акции. Особенности их функционирования на РЦБ.
3. Облигации на РЦБ.
4. Прочие виды ценных бумаг.
5. Дивиденды.

1. Роль государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государства

Финансирование государственных расходов посредством выпуска займов получило название *дефицитного финансирования*.

Бюджетный дефицит возникает вследствие многих причин объективного и субъективного характера. Наиболее часто – из-за невозможности мобилизовать необходимые доходы в результате спада темпов производства, низкой производительности труда и других причин, вызывающих нестабильность экономики, снижение эффективности производства, как это было в нашей стране. Причиной бюджетного дефицита также может быть и рост расходов без учета финансовых возможностей государства, в недостаточной целесообразности и эффективности расходов.

Высокий уровень расходов непроизводственного характера (военные расходы, содержание административного аппарата, покрытие убытков предприятий и др.) также приводит к «поеданию» бюджетных средств, а не к умножению общественного богатства. Отрицательное влияние на сбалансированность бюджета оказывают инфляция, расшатывание денежного обращения и системы расчетов, нерациональная фискальная и денежно-кредитная политика.

В идеале, общая сумма правительственных доходов должна покрывать сумму расходных статей госбюджета. В том случае, если расходы бюджета равны доходам, бюджет считается сбалансированным, если доходы превышают расходы, имеет место *профицит государственного бюджета*, когда же расходы превышают доходы, наблюдается *дефицит государственного бюджета*.

Анализируя теоретические подходы к организации государственных заимствований, следует отметить разнообразие моделей управления государственным долгом. В целом, большинство учёных солидарны с приемлемостью бюджетного дефицита и государственного долга в экономике страны, с необходимостью взаимосвязки долговой политики с мерами бюджетного и денежно-кредитного регулирования. Однако вопрос о конкретных рычагах государственного кредитования вызывает бурные дебаты.

Одной из основных целей управления государственным долгом является контроль за графиком долговых платежей с тем, чтобы в нём отсутствовали периоды пиковых нагрузок, основные выплаты приходились на период ожидаемого роста экономики. Ключевым моментом здесь выступает непрерывность управления, поскольку политика государственных заимствований должна обладать способностью к корректировке в зависимости от объективных факторов функционирования экономики.

Политика государственных заимствований влияет на экономику, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде.

Если государство формирует бюджет с дефицитом, сохраняя текущий уровень расходов и снижая налогообложение, то, согласно «традиционному» представлению о государственном долге, такая политика будет способствовать росту благосостояния. Это объясняется тем, что снижение налогообложения будет сопровождаться увеличением текущих доходов экономических агентов, повышением их потребления и ростом совокупного спроса на товары и услуги.

В краткосрочном периоде увеличение спроса положительно влияет на использование факторов производства, так как уровни цен и заработной платы являются неэластичными. В долгосрочном периоде эти показатели подвержены изменениям.

Если налоги носят искажающий характер (например, пропорциональные налоги на доходы или потребление), то для обеспечения оптимальной налоговой нагрузки необходимо учитывать временную структуру налоговых выплат.

В условиях рыночной экономики степень финансового здоровья государства и его перспективы определяются, прежде всего, состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга – агрегированной характеристикой этого дефицита.

Основное назначение государственного долга – быть инструментом регулирования экономики. Эта функция достигается с помощью решения двух задач: фискальной (получить финансовые средства для нужд государства) и регулирующей (использовать эти средства для стабилизации экономики и стимулирования ее роста).

Двойственная природа государственного долга, определяемая его целевым назначением, обуславливает противоречивое воздействие государственной задолженности на экономику – стимулирующее и дестабилизирующее. Отсюда возникает необходимость регулирования государственного долга и определения его границ, чтобы снять его дестабилизирующее воздействие на экономику. От методов регулирования государственного долга во многом зависит, будет государственная задолженность бременем или стимулом для экономического развития.

Реальное бремя государственной задолженности можно уменьшить с помощью непопулярной меры – повышения уровня инфляции, однако это может привести к подрыву доверия к государству, как заёмщику.

Важный канал регулирования государственного долга – приватизация государственной собственности, с помощью которой можно сбалансировать бюджетный дефицит. Использование приватизации как средства регулирования государственного долга также сопряжено с рядом проблем, среди которых неустойчивость поступления финансовых средств от приватизации и их сильная зависимость от политической конъюнктуры. Следовательно, методы регулирования государственного долга имеют свои границы.

В мировой практике накоплен большой опыт в управлении государственным долгом рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать воздействие на величину государственного долга и его структуру. Одним из таких инструментов являются *государственные ценные бумаги*, выпускаемые в виде срочных долговых обязательств. Рынок государственных ценных бумаг является, с одной стороны, одним из индикаторов состояния всей экономики, а с другой – инструментом, воздействие на который может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

Рынок государственных ценных бумаг – исключительно важный элемент экономической структуры любого государства с рыночной экономикой. Для государства – это не инфляционный механизм ликвидации бюджетного дефицита, управления денежной массой, для инвесторов – выгодное направление инвестиций, так как операции с государственными ценными бумагами имеют ряд существенных налоговых льгот. Кроме того, государственные ценные бумаги являются наиболее надежными инструментами финансового рынка и весьма доходным инструментом на рынке ценных бумаг.

Государственные займы являются вторым по значению источником финансирования расходов бюджета и составной частью системы государственного кредита.

Бюджет современного государства, как правило, характеризуется превышением расходов над доходами, т.е. он дефицитен, поскольку спрос на государственные услуги безграничен. Дефицит государственного бюджета следует рассматривать в связи с особенностями развития страны на конкретном историческом этапе.

Дефицит негативен, если он – следствие войн, милитаризации экономики, снижения уровня национального производства, ошибок и просчетов правительства и т.п.

Дефицит может быть позитивным, если он отражает активное участие государства в экономическом росте страны. Тогда его преодоление встречает меньше трудностей. Вместе с тем, бюджет, сбалансированный по доходам и расходам, всегда свидетельствует о пропорционально развивающейся стабильной национальной экономике.

Покрытие дефицита бюджета через денежную эмиссию приводит к поступлению в оборот необеспеченных реальными активами платежных средств, что связано с инфляцией и расстройством денежного обращения страны.

Необходимость выпуска государственных долговых обязательств может появиться и в связи с потребностью погашения ранее выпущенных правительством займов даже при бездефицитном текущем бюджете.

Еще одной причиной эмиссии государственных ценных бумаг может послужить возникновение относительно коротких разрывов между доходами и расходами бюджета. Эти разрывы появляются вследствие того, что поступление платежей в бюджет происходит в определенные периоды, в то время как расходы бюджета распределяются по времени более равномерно.

Выпуск государственных ценных бумаг является одним из наиболее экономически целесообразных методов финансирования бюджетного дефицита. Использование кредитных ресурсов Центрального банка снижает возможности регулирования ссудного рынка, поэтому во многих странах установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам.

Но анализ показывает, что, помимо положительных аспектов, эмиссия государственных займов может иметь и негативные моменты.

По мере изучения различных взглядов финансистов различной эпохи, можно сделать вывод, что государственный долг прежде всего связан с государственным регулированием экономики, с необходимостью смягчения противоречия между экономическими и социальными потребностями общества и возможностью их удовлетворения за счет бюджетных средств.

Огромное значение имеет целевое назначение государственных кредитных ресурсов, на какие нужды идут государственные средства – на удовлетворение экономических и социальных нужд общества или на увеличение административных расходов государства, на обеспечение структурных сдвигов в общественном производстве или на обогащение отдельных групп населения. В последнем случае государственный долг не является средством государственного ре-

гулирования экономики, а отражает кризисные процессы в стране и требует активных стабилизационных мер государства.

Выпуск государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета. Особенностью обращения таких обязательств является то, что их владельцы могут через определенный срок вернуть эти обязательства правительства обратно либо использовать их при уплате налогов.

В ряде стран краткосрочные государственные ценные бумаги используются в целях обеспечения коммерческих банков ликвидными активами. Коммерческие банки помещают в выпускаемые правительством ценные бумаги часть своих депозитных средств, которые благодаря этому не отвлекаются из оборота и, более того, приносят доход.

Финансирование государственного долга посредством государственных заимствований является более дешевым вариантом, чем привлечение средств с помощью банковских кредитов.

Это связано с тем, что правительственные долговые обязательства отличаются высокой надежностью и ликвидностью, и инвесторы испытывают меньшие затруднения при их реализации на вторичной рынке, чем при перепродаже ссуд, предоставленных государству.

Все вышеперечисленные мотивы служат причиной того, что государственные ценные бумаги во многих странах являются одним из основных источников финансирования внутреннего долга.

Государственные ценные бумаги принято подразделять на рыночные и нерыночные в зависимости от того, обращаются ли они на открытом рынке или не поступают во вторичное обращение на биржах и свободно возвращаются эмитенту до истечения срока их действия. Основную часть государственных ценных бумаг составляют рыночные бумаги.

Рыночные государственные ценные бумаги свободно обращаются и могут перепродаваться другим субъектам после их первичного размещения. К ним относятся: казначейские векселя, различные среднесрочные облигации (ноты) и долгосрочные государственные долговые обязательства.

Нерыночные государственные долговые обязательства предназначены для размещения главным образом среди населения. Они не могут свободно переходить от одного владельца к другому. Эти ценные бумаги являются особенно эффективными в условиях развития рынка ценных бумаг.

В соответствии с мировой практикой можно выделить следующие категории государственных ценных бумаг:

Казначейские векселя – краткосрочные государственные обязательства, погашаемые обычно в пределах одного года и реализуемые с дисконтом.

Среднесрочные казначейские векселя – казначейские обязательства, имеющие срок погашения от одного до пяти лет, выпускаемые, как правило, с условием выплаты фиксированного процента.

Долгосрочные казначейские обязательства – ценные бумаги со сроком погашения более пяти лет с выплатой купонных процентов. По истечении срока обращения обладатели данных бумаг имеют право получить их стоимость в денежной форме или рефинансировать в другие ценные бумаги. В некоторых случаях долгосрочные обязательства могут быть погашены при наступлении определенной предварительной даты за несколько лет до официального срока погашения.

Особые виды нерыночных государственных ценных бумаг – иностранные правительственные выпуски, выпуски правительственных счетов, выпуски местных органов власти и др.

Государственные ценные бумаги имеют общую экономическую природу, которая выражается в их следующих функциях:

- обслуживание платежного оборота субъектов экономики;
- отражение отношений долга между продавцом и покупателем;
- выполнения функций средства достижения баланса между участниками экономических отношений.

Наиболее приемлемым вариантом финансирования расходов государственного бюджета является выпуск государственных ценных бумаг.

Основными способами размещения государственных ценных бумаг являются: *аукционы, открытая продажа, индивидуальное размещение.*

Государственные долговые обязательства, исходя из тех задач, которые они решают, занимают важное место на рынке ценных бумаг. В экономически развитых странах виды их достаточно разнообразны, однако в структуре общего объема выпуска государственных долговых ценных бумаг преобладают облигации.

В Кыргызской Республике, в условиях нестабильной экономики и высокой инфляции среднесрочными считаются облигации с шестимесячным сроком действия, долгосрочными – со сроком обращения в один год и выше.

Первичное размещение новых выпусков казначейских векселей происходит на регулярно проводимых аукционах уполномоченными банками. Реализуются они по цене ниже номинала, а погашаются по полной нарицательной стоимости.

Большинство инвесторов приобретают казначейские векселя в странах с развитой экономикой на активно действующем первичном рынке ценных бумаг. Данный вид долговых обязательств имеет огромные объемы и очень высокую надежность, поэтому они служат ориентиром на денежном рынке.

Эмиссия и погашение казначейских векселей осуществляются центральными банками по поручению казначейства, т.е. министерства финансов.

Выпуск облигаций общего долга означает, что выплата процентов по ним и их погашение обеспечиваются сбором местных налогов. Эмиссия подобных облигаций предназначена для финансирования строительства муниципальных больниц, школ. Поскольку расширение налогов в муниципалитетах проблематично, облигации общего долга менее привлекательны для инвесторов, чем доходные облигации. Выплата процентов по доходным облигациям и их погашение осуществляются за счет доходов от платных строений, учреждений и иных сооружений, создаваемых местными органами власти на средства, полученные от эмиссии муниципальных ценных бумаг.

Для снижения бюджетного дефицита и привлечения сбережений населения для финансирования и рефинансирования государственного долга многие страны Запада прибегают к выпуску специальных займов, предназначенных для размещения в страховых и пенсионных фондах, а также правительственных учреждениях. Облигации таких выпусков не продаются, их нельзя передавать другим лицам, но они могут быть предъявлены к оплате через определенное время (обычно через год) со дня их выпуска.

С обретением независимости и началом рыночных реформ в Кыргызстане стал функционировать свой национальный рынок ценных бумаг. На внутреннем рынке Кыргызстана обращаются *пять видов государственных ценных бумаг*:

- государственные казначейские векселя (ГКВ);
- государственные казначейские обязательства (ГКО);
- облигации государственного реструктуризированного займа (ОГРЗ);
- реструктуризированные казначейские обязательства (РКО);
- краткосрочные ноты.

Также имеется небольшая доля некоторых видов займов:

- пятипроцентный займ 1990 года;
- облигации государственного пятнадцатипроцентного внутреннего выигрышного займа 1993 года.

Ценные бумаги, выпущенные Правительством КР, отражаются в национальной валюте и используются для проведения денежно-кредитной политики. Ценные бумаги в иностранной валюте отражаются по наименьшей из справедливой и дисконтированной стоимости и переоцениваются. Ценные бумаги классифицируются по назначению непосредственно при приобретении по одной из двух категорий – инвестиционные и инструментальные: *инвестиционные ценные бумаги* отражаются по цене приобретения и согласно учетной политике переоценке не подлежат; *инструментальные ценные бумаги*, выпущенные Правительством КР и имеющиеся в портфеле НБКР, отражаются по цене приобретения и не переоцениваются.

Увеличение активов в ценных бумагах в 1998 году по сравнению с 1997 годом произошло в основном за счет реоформления

общей задолженности Правительства КР по кредитам, полученным у НБКР, в государственные ценные бумаги – обязательства государственного реструктуризованного займа (ОГРЗ). Этот вид ценных бумаг появился в результате секьюритизации суммы кредитов, выданных Правительству КР за период с 1993 по 1998 год, согласно Закону «О реструктуризации долга Правительства перед НБКР». ОГРЗ являются беспроцентными и не имеют фиксированного рока погашения.

Инвестиционные ценные бумаги приносят НБКР процентный доход и имеют определенный период погашения. Основную долю инвестиционных ценных бумаг в 1998 году составляли государственные казначейские обязательства Правительства на сумму 965272 тыс. сомов, сроком погашения с 2007 до 2021 года и процентной ставкой – 5 % годовых.

Ценными бумагами, связанными с МВФ, занимается НБКР. Имеется счет «Кредиты МВФ», в котором ведется учет обязательств НБКР (точнее, Правительства) перед МВФ. Переоценка средств на данных счетах осуществляется ежемесячно на основе текущего обменного курса СДР (Special Drawing Rights), устанавливаемого МВФ. Отрицательная курсовая разница, возникающая при переоценке средств на счетах, и кредиты МВФ, покрываются Министерством финансов КР (МФ КР) посредством выпуска ценных бумаг, которые являются беспроцентными и не имеют фиксированного срока погашения. Эти ценные бумаги отражены по номинальной стоимости, и, согласно договору «По выпуску ценных бумаг, связанных с МВФ» между НБКР и МФ КР (протокол от 29.01.99 года), должно быть погашено 70 % прибыли, подлежащей распределению в госбюджее.

Вышеперечисленные виды ценных бумаг составляют большую долю внутреннего долга КР.

В мае 1993 года была внедрена система еженедельных аукционов по размещению государственных казначейских векселей (ГКВ). По соглашению с МВФ в период 1993–1994 годов НБКР самостоятельно осуществлял размещение ГКВ сроком погашения три месяца, что обусловлено необходимостью жесткой политики, направленной на обуздание роста инфляции.

Так как дефицит госбюджета покрывался за счет иностранных займов и кредита НБКР, то выпускаемые ценные бумаги стали средством изъятия денег из обращения. На начальной стадии выпуска ценных бумаг размещение их шло в очень малых количествах, только со второго квартала 1994 года положение резко изменилось: возросло размещение ГКВ в коммерческих банках не только из-за надежности вложения средств в эти бумаги, но и из-за высокой степени риска размещения их на другие цели. Кроме того, наличие в активах коммерческого банка государственных ценных бумаг повышало ликвидность баланса и служило надежным залогом при осуществлении межбанковских операций.

Отсутствие опыта работы с ценными бумагами у коммерческих банков также обусловило настороженное отношение к ГКВ. Начальный период формирования рынка ГКВ характеризовался снижением их доходности, удлинением сроков погашения, увеличением объемов эмиссии и активизацией обращения ГКВ на вторичном рынке.

С января 1995 года Минфин КР стал эмитентом ГКВ, а НБКР выступил в качестве агента Правительства по размещению ГКВ. С этого же периода стали функционировать шести- и двенадцатимесячные ГКВ.

ГКВ размещаются посредством аукциона. У НБКР выкупать ГКВ могут только первичные дилеры (в основном, это коммерческие банки), у которых имеются счета в НБКР, так как после проведения аукциона средства со счетов коммерческих банков изымаются автоматически.

Инвестиционным, государственным и негосударственным пенсионным фондам, страховым компаниям и иным финансовым учреждениям (институциональные инвесторы), имеющим право привлекать средства физических и юридических лиц и желающим размещать часть привлеченных ресурсов в ГКВ, устанавливается упрощенная процедура участия в аукционах по продаже ГКВ.

Институциональные инвесторы участвуют в аукционе на общих основаниях в соответствии с Порядком проведения аукционов по продаже ГКВ, путем подачи конкурентных либо неконкурентных

заявок, максимальный объем которых устанавливается Комитетом денежно-кредитного регулирования НБКР. Институциональные инвесторы подают заявки и приобретают ГКВ только от своего имени и за свой счет и не могут выступать в качестве посредников для третьих лиц и осуществлять иные функции первичных дилеров.

Позитивным тенденциям на рынке ГКВ в этом периоде способствовали стабилизация курса национальной валюты, снижение темпов инфляции, укрепление доверия к национальной валюте, снижение инфляционных ожиданий в экономике, увеличение средств, аккумулируемых в финансово-кредитных учреждениях. Немаловажным фактором увеличения спроса на ГКВ в данном периоде являлось отсутствие альтернативных безопасных и высокодоходных объектов вложения – средств инвесторов, в основном представленных коммерческими банками республики, доля которых превышала 60 % от всех держателей ГКВ.

Основными держателями ГКВ в течение 1998–2001 годов по-прежнему оставались коммерческие банки, доля которых в конце 2001 года составила 69,8 %.

На ухудшение конъюнктуры на рынке ГКВ повлияли следующие факторы:

- нестабильность ситуации на валютном рынке и снижение курса национальной валюты вследствие обострения кризисных явлений на финансовых рынках России и оттока капитала нерезидентов за рубеж;
- увеличение инфляционных ожиданий субъектов рынка и снижение их доверия к стабильности обменного курса национальной валюты;
- переориентация денежных средств на более доходный валютный сегмент финансового рынка республики;
- снижение ликвидности системы коммерческих банков и нарушение их устойчивого функционирования.

Основными факторами, обуславливающими низкую эффективность рынка ГКВ, в настоящее время являются:

- высокая концентрация ресурсов финансово-кредитных учреждений на валютном рынке, вследствие нестабильного положения обменного курса национальной валюты;

- сохранение высоких инфляционных ожиданий, включаемых в рыночные процентные ставки;
- низкий уровень аккумуляции свободных денежных средств населения в финансово-кредитных учреждениях, по причине неверия в стабильность и безопасность функционирования банковской системы;
- недостаточная развитость вторичного рынка ГКВ, ограниченная ликвидность обращающихся ГКВ;
- сохранение опасений инвесторов относительно возможностей государства по своевременному погашению своих долговых обязательств.

В ближайшее время необходимо разработать Программу развития рынка государственных ценных бумаг как на среднесрочный, так и долгосрочный период. Основной целью программы должно стать обеспечение поступления средств от реализации ГКВ на планомерной и безопасной основе в объемах, достаточных для финансирования дефицита бюджета. Основным условием достижения поставленной цели является стабилизация курса национальной валюты, переориентация средств финансово-кредитных учреждений с валютного рынка на рынок ГКВ, более полная мобилизация средств населения на цели инвестирования, в т.ч. и в ГКВ.

Основными задачами, призванными обеспечить достижение поставленной цели, являются:

- увеличение спроса на ГКВ и снижение стоимости их обслуживания;
- укрепление доверия инвесторов к ГКВ и их уверенности в обязательном и своевременном погашении государством своих долговых обязательств;
- обеспечение безопасности системы заимствования на рынке ГКВ, увеличение сроков погашения (дюрации) обращающихся ГКВ;
- повышение привлекательности вложений в ГКВ, обеспечение высокой ликвидности ГКВ;
- увеличение числа держателей ГКВ, расширение участия небанковских финансово-кредитных учреждений на рынке ГКВ.

Обслуживание государственного долга зависит от доходов бюджета, основанных на собираемости налогов и прочих внутренних резервах. В этом направлении необходимо разработать и утвердить предельные размеры сумм, направляемых на обслуживание и погашение ГКВ в отношении налоговых поступлений и поступлений от новых заимствований на рынке ГКВ, а также предельные размеры доходности ГКВ.

Укрепить доверие инвесторов к ГКВ возможно путем ликвидации имеющихся просроченных задолженностей по государственным ценным бумагам, выпущенным ранее.

Главным условием повышения привлекательности ГКВ является снижение налогообложения доходов всех категорий инвесторов от владения и распоряжения ГКВ.

Для увеличения числа держателей ГКВ необходимо вводить такие новые формы их реализации, как открытая и индивидуальная продажа. Необходимо прилагать усилия для увеличения вложений институциональных инвесторов в ГКВ, для чего можно установить обязательное вложение определенной части средств пенсионных и страховых фондов в ГКВ.

С целью привлечения средств мелких вкладчиков необходимо активизировать создание фондов взаимного управления капиталом (паевые фонды, фонды банковского управления).

Для укрепления стабильности рынка ГКВ и создания дополнительных инвестиционных альтернатив необходимо ускоренное внедрение форвардных, фьючерсных контрактов с ГКВ. Формирование развитого и устойчивого рынка государственных долговых обязательств в перспективе будет зависеть от общей экономической ситуации в стране.

Общий объем *государственных ценных бумаг*¹, находящихся в обращении, в 2013 году составил 18,7 млрд сомов, увеличившись за год на 31,4 % (рисунок 1). В качестве основной предпосылки такого роста выступило увеличение показателей размещения ГКВ, ГКО и нот.

Государственные казначейские векселя выпускаются в обращение Министерством финансов на срок три, шесть и двенадцать

¹ Годовой отчет НБКР за 2012–2013 годы.

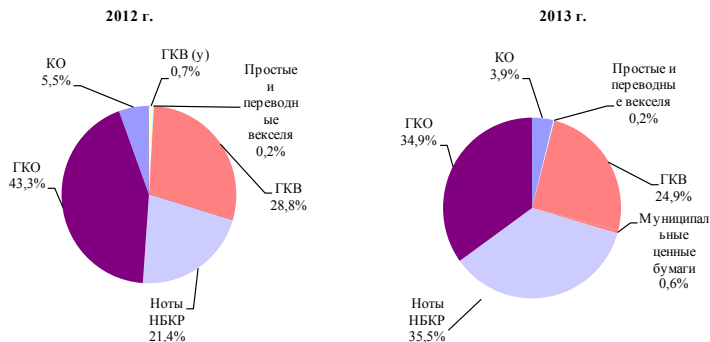


Рисунок 1 – Структура государственных ценных бумаг в обращении

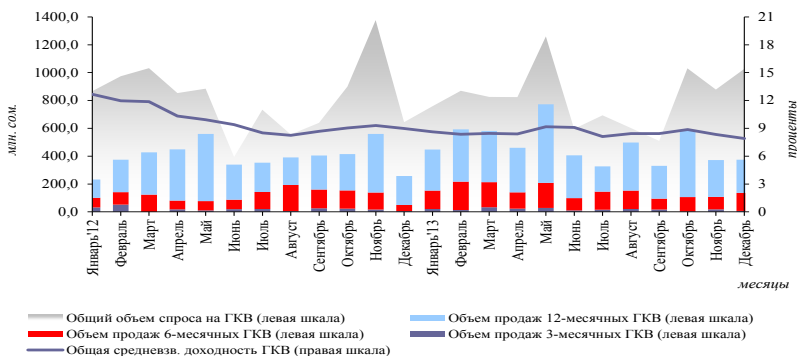


Рисунок 2 – Спрос и размещение ГКВ

месяцев с целью финансирования текущего дефицита государственного бюджета. Аукционы по первичному размещению ГКВ проводятся еженедельно в Национальном банке, являющемся агентом по их размещению и осуществлению расчетов (рисунок 2).

Наличие избыточного уровня ликвидности в банковской системе также способствовало повышению активности на рынке долговых государственных ценных бумаг, в том числе, в сегменте государственных казначейских векселей. При этом общегодовой объем объявленной эмиссии несколько увеличился по сравнению с показателями за предыдущий год.

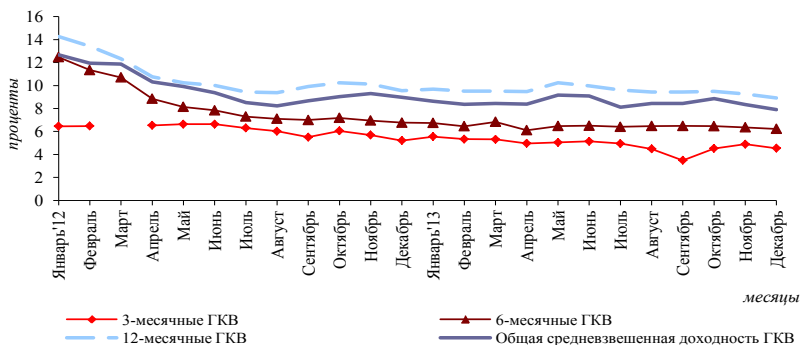


Рисунок 3 – Средневзвешенная доходность по всем видам ГКВ

В 2013 году все объявленные эмитентом аукционы были признаны состоявшимися. Сложившаяся рыночная конъюнктура способствовала сохранению продолжавшейся с середины 2011 года тенденции снижения общего уровня доходности ГКВ, которая составила 8,5 % по итогам 2013 года (в 2012 году – 9,9 %). При этом по двенадцатимесячным ГКВ, занимающим наибольшую долю в общем объеме данных бумаг в обращении, среднемесячная доходность уменьшилась на 1,3 процентного пункта, до 9,5 % (рисунок 3).

Общий объем эмиссии государственных казначейских векселей составил 5,7 млрд сомов, увеличившись по сравнению с аналогичным показателем за 2012 год на 20,7 %. В результате превалирующей по итогам года динамики роста шестимесячных векселей, повлекшей за собой снижение доли наиболее длительного по срокам погашения вида бумаг в общем портфеле держателей, дюрация портфеля ГКВ понизилась со 167 дней на начало января до 156 дней к концу декабря.

В структуре держателей ГКВ преобладали коммерческие банки с долей в 75,9 % от общего объема ГКВ в обращении, что на 7,2 процентного пункта ниже аналогичного показателя 2012 года. В номинальном выражении объем векселей в портфелях банков по состоянию на конец 2013 года сложился в размере 3,5 млрд сомов.

Удельный вес ГКВ в общих активах коммерческих банков составил 4,2 %, что по-прежнему указывает на сравнительно низкий уровень инвестиционной привлекательности данных бумаг в качестве финансового инструмента.

Количество банков, владеющих ГКВ, повысилось до девятнадцати, а индекс концентрации банковского портфеля данных ценных бумаг снизился с 0,15 до 0,13, что эквивалентно разделу рынка между восемью банками с равными долями. Уменьшение доли банков с одновременным снижением удельного веса институциональных инвесторов с 15,6 до 14,2 процента было вызвано повышением активности юридических лиц-резидентов, в результате которой их доля увеличилась на 8,6 процентного пункта, до 9,8 %. По итогам 2013 года из списка держателей ГКВ вышли физические лица-нерезиденты, занимавшие на начало рассматриваемого периода долю в три сотых процента. Доля физических лиц-резидентов снизилась на 0,1 процентного пункта, до 0,1 %.

На вторичном рынке коммерческие банки активно использовали ГКВ при заключении сделок на условиях репо. В отчетном году объем этих операций по сравнению с аналогичным показателем 2012 года увеличился на 3,7 %, до 5,6 млрд сомов. В то же время, объем межбанковских операций по покупке-продаже ГКВ до погашения (на условиях «аутрайт») на вторичном рынке снизился на 55,9 %, составив 48,1 млн сомов. Средневзвешенный срок до погашения ГКВ в данных сделках составил 247 дней, а средневзвешенная ставка – 8,5 %.

Государственные казначейские облигации размещаются Министерством финансов с октября 2009 года. Данный вид ценных бумаг был введен в обращение с целью расширения спектра ГЦБ и увеличения сроков финансирования текущего дефицита бюджета. Срок обращения ГКО составляет два года.

В отчетном периоде состоялось 13 аукционов по размещению ГКО, а также три дополнительных размещения данного вида бумаг на первичном рынке.

Общий уровень предложения ГКО был снижен эмитентом на 29,4 % по сравнению с 2012 годом, однако за счет доразмещений объем фактически привлеченных средств уменьшился на менее за-

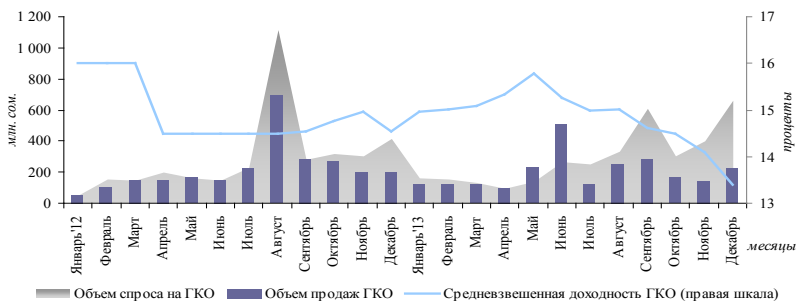


Рисунок 4 – Спрос и размещение ГКО

метные 10,1 % в годовом исчислении. Таким образом, в отчетном году показатель продаж ГКО составил 2,4 млрд сомов, что в итоге привело к 21-процентному, до 5,7 млрд сомов, росту объема данных бумаг в обращении. Сложившиеся продажи большей частью были сформированы за счет четырех участников рынка, в сумме обеспечивших 90,9 % всего объема размещения, что указывает на сохранение высокого уровня концентрации рынка ГКО. Низкий спрос со стороны большинства банков по-прежнему был обусловлен краткосрочным характером имеющейся ресурсной базы.

В отчетном периоде, среднемесячная доходность ГКО составила 14,8 %, снизившись на 0,1 процентного пункта по сравнению с аналогичным показателем 2012 года (рисунок 4).

Для разделения функции денежно-кредитной политики и обслуживания государственного долга НБКР ввел новый инструмент краткосрочные ноты.

Положение о выпуске, размещении и погашении нот НБКР было утверждено Постановлением Правления НБКР, № 10/1 от 9 марта 2000 года. Номинальная стоимость составляет 10 тыс. сомов, срок обращения в пределах 7, 14 и 28 дней с выставлением на еженедельных аукционах. В отличие от ГКВ, которые являются инструментами обслуживания государственного долга, ноты будут использоваться только в целях денежно-кредитной политики. Основную долю в объемах продаж составляют ноты сроком погашения 28 дней, далее 14 дней, и наименьшим спросом пользуются со

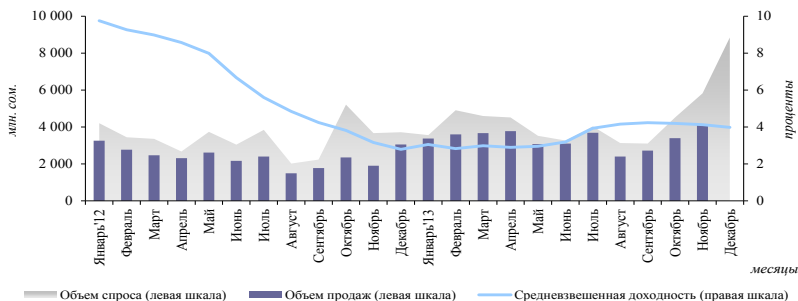


Рисунок 5 – Спрос и размещение нот НБКР

сроком погашения 7 дней. Этот вид ценных бумаг, несмотря на то, что на рынке они функционируют недавно, уже пользуется спросом, и НБКР постепенно увеличивает объем продаж.

В 2013 году, как и ранее, на рынке размещались 7-, 14- и 28-дневные ноты. НБКР продолжал использовать ноты как инструмент изъятия избыточной ликвидности, регулируя объем их предложения в зависимости от задач денежно-кредитной политики и уровня ликвидности в банковской системе.

В целом, за год было размещено нот НБКР на сумму 44,6 млрд сомов, тогда как в 2012 году этот показатель составлял 28,5 млрд сомов (рисунок 5).

За 2013 год Национальный банк, в соответствии со стратегическими и тактическими целями проводимой денежно-кредитной политики по сдерживанию инфляционных процессов, увеличил годовой объем эмиссии по сравнению с предыдущим годом на 62,2 %, до 50,6 млрд сомов. В условиях продолжающегося роста интереса к государственным ценным бумагам, реализованные меры политики обеспечили рост продаж в сегментах 7- и 28-дневных нот, что привело к увеличению общего показателя размещения по всем видам нот на 56,1 % по сравнению с предыдущим годом.

Наряду с наблюдавшимся повышением активности на рынке нот, отмечалось некоторое снижение их доходности. Средний уровень доходности по всем видам нот по сравнению с данным

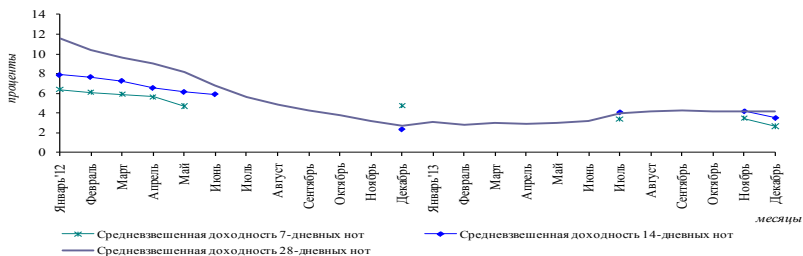


Рисунок 6 – Средневзвешенная доходность по видам нот НБКР

показателем 2012 года снизился на 2,8 процентного пункта, до 3,5 %. В частности, среднегодовая доходность 7-дневных нот составила 3,2 % (-2,4 процентного пункта), 14-дневных нот – 3,9 % (-2,3 процентного пункта), а в сегменте 28-дневных нот НБКР среднегодовая доходность бумаг уменьшилась на 3,1 процентного пункта, составив 3,6 %.

Объем нот НБКР в обращении на конец 2013 года составил 6,6 млрд сомов. В структуре держателей нот доля коммерческих банков достигла 58,6 %, удельный вес юридических лиц-резидентов составил 41,1 %, институциональных инвесторов – 0,3 % (рисунок 6). Ноты НБКР находились в активах 14 банков.

В 2013 году удельный вес КО в структуре государственных ценных бумаг снизился до 3,9 % (-1,7 процентного пункта) в результате погашения части задолженности по ранее выпущенным обязательствам. В итоге объем КО в обращении за год снизился на 8,2 % и составил 723,3 млн сомов.

Объем переводных векселей в обращении, выпущенных Министерством финансов в процессе реоформления задолженности банков и других финансовых учреждений перед вкладчиками, не изменился, сохранившись на уровне 34,9 млн сомов, а их доля составила 0,2 %.

На конец отчетного периода объем муниципальных ценных бумаг, размещенных мэрией города Бишкек, сложился в размере 110,0 млн сомов, а их доля в общей структуре ГЦБ составила 0,6 %.

2. Акции. Особенности их функционирования на РЦБ

Акция – ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на долю в собственных средствах акционерного общества, на получение дохода от его деятельности и, как правило, на участие в управлении этим обществом. Средства, вырученные обществом от продажи акций, – источник формирования производственных и непроизводственных основных и оборотных средств. Акция – способ быстрого межотраслевого перелива капиталов, метод вовлечения денежных средств граждан и институциональных инвесторов в хозяйство (предпринимательскую деятельность) и способ получения ими доходов от вложения этих средств. И, наконец, акция – способ «распыления» риска. В отличие от облигаций акции не являются долговым обязательством акционерного общества; деньги, поступившие ему от продажи акций, представляют собственность акционерного общества; их не надо возвращать держателям акций.

Держателей (акционеров) можно разделить на:

- физических (частных, индивидуальных);
- коллективных (институциональных);
- корпоративных.

Выпуск акций эмитентами основывается на следующих положениях:

- акционерное общество не обязано возвращать инвесторам их капитал, вложенный в покупку акций. Покупка ими акций рассматривается как долгосрочное финансирование затрат эмитента держателям акций;
- выплата дивидендов не гарантируется;
- размер дивидендов может устанавливаться произвольно, независимо от прибыли. Даже если имеется чистая прибыль, акционерное общество может всю прибыль направить на развитие производства и не выплачивать дивидендов. Получив денежные средства за счет размещения выпущенных акций, эмитент имеет возможность использовать их для формирования производственных и непроизводственных основных и оборотных фондов.

Инвестора в акциях привлекает следующее:

- право голоса в обмен на вложенный в акции капитал. Акционер получает возможность принять участие в управлении;
- право на доход, т.е. на получение части чистой прибыли в форме дивидендов;
- прирост капитала, связанный с возможным ростом цены акций на рынке. По существу, это является основным мотивом приобретения акций;
- дополнительные льготы, которые может предоставить АО своим акционерам. Они принимают форму скидок при приобретении продукции, производимой АО, или пользовании услугами (льготный проезд, льготные цены за проживание в гостинице и т.д.);
- право преимущественного приобретения новых выпусков акций;
- право на часть имущества АО, остающегося после его ликвидации и расчетов со всеми кредиторами.

Акции обладают следующими свойствами:

- акция – это титул собственности, т.е. держатель акции, является совладельцем АО с вытекающими из этого правами;
- она не имеет срока существования, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует АО;
- для нее характерна ограниченная ответственность, так как акционер не отвечает по обязательствам АО. Поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию;
- для акции характерна неделимость, т.е. совместное владение акцией не связано с делением прав собственниками, все они вместе выступают как одно лицо;
- акции могут расщепляться и консолидироваться.

При *расщеплении* одна акция превращается в несколько акций, эмитентом это свойство акций может быть использовано для уменьшения предложения акций данного вида. При расщеплении не изменяется величина уставного капитала.

При *консолидации* число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены. Но минимальная стоимость возрастает, а размер уставного капитала остается прежним. Владельцы акций также получают новые сертификаты взамен изымаемых, в которых будет указано меньшее число новых акций.

Акция – это формальный документ, поэтому должна иметь обязательные реквизиты. Согласно существующим нормативным документам, бланки акций должны содержать *следующие реквизиты*:

- Фирменное наименование АО и его местонахождение;
- Наименование ценной бумаги – «акция»;
- Ее порядковый номер;
- Дата выпуска;
- Вид акции (простая или привилегированная);
- Номинальная стоимость;
- Имя держателя;
- Размер уставного фонда на день выпуска акций;
- Количество выпускаемых акций;
- Срок выплаты дивидендов и ставка дивиденда только для привилегированных акций;
- Подпись председателя правления акционерного общества;
- Место печати предприятия – изготовителя бланков ценных бумаг;
- Возможно указание регистратора и его местонахождение и банка агента, производящего выплату дивидендов.

Акция может быть выпущена как в документарной (бумажной, материальной) форме, так и бездокументарной форме в виде соответствующих записей на счетах. При документарной форме выпуска акций возможна замена акции сертификатом, который представляет собой свидетельство о владении названным в нем лицом определенным количеством акций. При полной оплате акций акционер получает стоимость всего количества приобретенных им акций сертификат. Сертификат акций должен содержать те же ее реквизиты, которые характерны для акции, а также указание на них количество акций, которых принадлежат владельцу (акционеру).

Виды акций:

1. В зависимости от порядка владения акции могут быть *именными и на предъявителя*.

2. В зависимости от формы АО выпускаемые ими акции могут быть:

- *акции открытых АО* – акции могут продаваться их владельцами без согласия других акционеров этого общества. АО может проводить как открытую, так и закрытую подписку на выпускаемые акции;
- *акции закрытого АО* – при реализации этих акций необходимо учитывать, что его акционеры имеют преимущественное право их приобретения. При этом срок реализации этого права не может быть менее 30 дней, но и не более 60 дней. Эти акции выпускаются в форме закрытой подписки и не могут быть предложены для приобретения неограниченному кругу лиц.

3. Акции АО можно разделить на: *размещенные* – акции, уже приобретенные акционерами, и *объявленные* – акции, которые АО может выпустить дополнительно к размещенным акциям.

4. В зависимости от объема прав акции принято делить на:

а) *обыкновенные*. Владелец таких акций может:

- участвовать на общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции;
- иметь право на получение дивидендов;
- в случае ликвидации общества иметь право на получение части его имущества в размере стоимости принадлежащих ему акций;

б) *привилегированные (преференциальные)* акции обладающие следующими качествами:

- не дают право голоса на общем собрании акционеров;
- привилегия заключается в том, что в уставе должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость), которая определяется в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций.

Держатели привилегированных акций имеют два преимущества.

Во-первых, в случае ликвидации акционерного общества вначале удовлетворяются претензии кредиторов, затем – держателей привилегированных акций и, наконец, держателей обыкновенных акций. Во-вторых, держатели привилегированных акций получают фиксированные дивиденды, тогда как дивиденды держателям обыкновенных акций не гарантированы. В то же время, привилегированные акции, как правило, не дают их владельцам право голоса, а обыкновенные акции дают такое право. Однако, бывают случаи, когда владелец привилегированных акций получает право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества, о внесении изменений и дополнений в устав общества, ограничивающих или изменяющих права акционеров, владельцев привилегированных акций.

Законом об АО предусматривается выпуск одного или нескольких типов привилегированных акций. Существуют следующие типы таких акций:

Кумулятивные – акции, по которым невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии. Кроме того, владелец такой акции получает право голоса на тот период, в течение которого он не получает дивиденд, и теряет это право с момента выплаты всех накопленных по указанной акции дивидендов в полном размере.

Конвертируемые – при выпуске таких акций должны быть определены возможность и условия конвертации (обмена) в обыкновенные или привилегированные акции других типов. При выпуске необходимо установить период, пропорциональность и курс обмена.

Курс конвертации – устанавливается в момент выпуска таких акций и, как правило, ненамного превышает текущий рыночный курс обыкновенных акций в тот период. Поэтому, если в установленный период обмена текущий рыночный курс обыкновенных акций превысит курс конвертации, владелец конвертируемой привилегированной акции имеет возможность получить до-

полнительный доход, обменяв свою акцию на обыкновенную по курсу конвертации и тут же продав ее по более высокому курсу. Такая возможность позволяет эмитенту устанавливать по конвертируемым привилегированным акциям дивиденд ниже, чем по другим типам привилегированных акций. Если срок обмена закончен, а владелец конвертируемой акции не обменял ее ни на какую другую акцию, она признается прямой (простой) привилегированной акцией. Устав может наделить владельца конвертируемой привилегированной акции правом голоса на общем собрании акционеров, при этом количество голосов должно соответствовать тому количеству обыкновенных акций, на которые обмениваются принадлежащие ему привилегированная акция.

Отзывные, или возвратные, привилегированные акции – суть их заключается в том, что они могут быть погашены в отличие от обычных, которые не могут гаситься до тех пор, пока существует АО, их выпустившее.

Отзыв или возвратность можно обеспечить разными способами:

- выкуп с премией;
- выкуп через выкупной или отложенные фонды;
- обеспечение гарантий досрочного выкупа по инициативе держателя за счет держателя так называемых ретрекативных привилегированных акций.

Акции с долей участия – эти акции дают право ее владельцу не только на фиксированный дивиденд, установленный при ее выпуске, но и на дополнительный дивиденд, если дивиденд по обыкновенным акциям по тогам года его превысит.

Акции с плавающей ставкой дивиденда, ориентированной на доходность каких-либо общепризнанных ценных бумаг.

Гарантированные акции – такие акции могут выпускаться дочерними предприятиями, в этом случае дивиденд по привилегированным акциям гарантируется репутацией вышестоящей организации.

Также существует «*Золотая акция*», которая представляет ее владельцу право вето принятия собранием акционеров решений по следующим вопросам:

а) внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения новой редакции устава;

б) реорганизация общества или его ликвидация;

в) залог, сдача в аренду, продажа или отчуждение другими способами имущества, состав которого определяется учредительными документами общества;

г) образование дочерних предприятий и участие акционерного общества в других предприятиях.

«Золотая акция» дает право вето на срок до трех лет. Устанавливается этот срок при ее выпуске. Передача акции в залог или траст не допускается. Продажа «Золотой акции» до истечения срока ее действия допускается только с разрешением органов, принявших решение о приватизации при учреждении акционерного общества.

По состоянию на конец 2013 года, профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики осуществляли 73 юридических лица¹.

За отчетный год было зарегистрировано 54 выпуска ценных бумаг, объём привлеченного капитала составил 2,9 млрд сомов, что на 8,0 % выше аналогичного показателя 2012 года. Основные показатели рынка корпоративных ценных бумаг свидетельствуют об относительно низком уровне его развития.

По состоянию на конец года, 20 эмитентов прошли листинг на Кыргызской фондовой бирже. Наибольшее количество компаний, прошедших листинг, осуществляют свою деятельность в сфере услуг и в финансовой сфере. На фондовом рынке общий объём сделок с ценными бумагами составил 2,3 млрд сомов, из которых 619,4 млн сомов пришлось на внебиржевой рынок. Вместе с тем, несмотря на наблюдавшийся рост количества сделок, объём торгов по сравнению с предыдущим годом снизился на 8,8 %.

На выпуск акций имеют право только зарегистрированные АО.

Эмиссию ценных бумаг регулирует закон 1998 года «О рынке ценных бумаг». Процедура ее включает следующие этапы:

- принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг;
- регистрация выпуска ценных бумаг;

¹ Годовой отчет НБКР за 2012–2013 годы.

- изготовление сертификата ценных бумаг (для документарной формы выпуска);
- размещение ценных бумаг;
- регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

Целесообразность выпуска акций во многом определяется издержками выпуска. Существует два типа издержек нового выпуска: административные издержки и дисконт выпуска. *Административные издержки* – это оплата труда профессионалов, которые будут заниматься подготовкой выпуска и реализацией акций, уплата регистрационного сбора за эмиссионный проспект соответствующего налога, затраты на печать. *Дисконт выпуска* – это разница между ценой эмиссии ценных бумаг и их текущей рыночной ценой.

В издержках выпуска есть постоянная и переменная части, что делает выпуск большого количества ценных бумаг более экономичным за счет уменьшения доли постоянных издержек. Однако, чрезмерное увеличение количества акций увеличивает риск их нереализуемости и затрудняет управление. Если номинал завянуть, то число потенциальных инвесторов сразу же уменьшается и, наоборот, занижение номинала приводит к необоснованному росту издержек эмиссии и нежелательному растеканию капитала.

При определении номинальной цены акций необходимо ориентироваться не столько на определение потребности предприятия в финансовых ресурсах, сколько на платежеспособный спрос населения: наличие у него свободных денег и доверие к продукции, выпускаемой данным предприятием. Предприятие может увеличивать число инвесторов путем уменьшения номинальной стоимости акций. Это так называемый *сплит* – дробление акций: взамен изымаемых старых акций акционерам вручаются новые на ту же общую сумму, но с более мелким номиналом.

В условиях инфляции, если акции предприятия продаются по слишком низкому курсу, руководство фирмы может прибегнуть к *консолидации*. Она противоположна сплиту. При принятии решения о выпуске акций необходимо определить:

- издержки выпуска;
- номинальную цену акции, которая будет устраивать и предприятие, которое выпускает акции, и инвесторов;

- ожидаемую рыночную стоимость акции в процессе обращения.

С точки зрения инвесторов, выпуск обыкновенных акций имеет некоторые *преимущества*. Во-первых, процветание предприятия ведет к повышению номинальной стоимости акций благодаря наращиванию стоимости имущества предприятий и высокому дивиденду. Например, если акция была куплена по цене 100 сом, то через некоторое время ее цена может значительно возрасти. Во-вторых, обыкновенные акционеры имеют право голоса, что дает возможность контроля над управлением предприятием. В-третьих, если речь идет об акциях известных, стабильно работающих компаний, их легко при необходимости продать.

Привлекателен вариант выпуска обыкновенных акций и для фирмы-эмитента. Прежде всего, в отличие от обязательств по облигациям обыкновенные акции не требуют обязательной выплаты дивидендов, если дела у фирмы идут неважно или если руководство считает более целесообразным делать упор на финансирование развития предприятия.

У обыкновенных акций, с точки зрения эмитента, есть и недостатки. Во-первых, увеличение объема акционерного капитала ведет к росту числа его владельцев и, соответственно, к потенциальной возможности потери контроля над компанией со стороны учредителей. Во-вторых, практика показывает, что весь необходимый капитал невозможно получить с помощью выпуска обыкновенных акций. В-третьих, выпуск акций может со временем обернуться для предприятия большими издержками по сравнению с выпуском облигаций, поскольку, хотя размер дивидендов по акциям регулируется в зависимости от финансового состояния фирмы, они должны выплачиваться постоянно.

Собственные финансовые ресурсы фирмы ограничены уставным фондом, прибылью за вычетом налогов и эмиссии акций. Финансирование фирмы всегда носит рискованный характер. Кредитор, так же, как и собственник, рискует. Наиболее распространенными способами уменьшения этого риска являются:

- требования материального обеспечения под займ;
- ограничение предельной величины долга;

- контроль за соотношением взятых в долг и собственных финансовых ресурсов;
- право при заключении контракта требовать постоянного контроля (мониторинга) предпринимательской деятельности фирмы-заёмщика, получение регулярной финансовой информации или даже право инвестора назначить директора в совет фирмы и т.д. Кредиторы имеют приоритет перед собственниками в выплате процента, в погашении основной суммы капитала, если фирма ликвидируется.

Акции и доход по ним. Некоторые инструменты рассматриваются как «гибридные» (сочетающие в себе черты акций и инструментов займа). Итак, инструменты собственности – это представленная в форме простых акций собственность владельцев компании. Однако понятие акционерного капитала распространяется и на те ценные бумаги, которые можно конвертировать в акции в будущем (опционы, варранты и конвертируемые облигации).

Собственный капитал – это «чистая стоимость» компании, ее суммарные активы за вычетом всех обязательств перед кредиторами, т.е. чистые активы предприятия.

Чистые активы компании указывают не только на собственность акционеров, но также и на то, каков инвестиционный риск, который акционеры берут на себя. Инвестиционный риск для акционеров ограничен их долей в капитале компании при условии, что номинальная стоимость акций полностью выплачена. При выпусках новых акций цена эмиссии практически всегда выше номинала. Сумма, на которую цена эмиссии превышает номинальную стоимость, называется премией акции. Владение акциями компании дает акционерам право голосовать на общих собраниях компании, акционер имеет то количество голосов, которое соответствует его доле в акционерном капитале.

Доход инвестиций определяется дивидендами, ростом цен на акции и ростом на одну акцию. *Дивиденды* – это денежная сумма, которую получают акционеры, т.е. это реальный доход от инвестиций, который может выплачиваться с вычетом или без вычета налогов в зависимости от того, как это регламентируется законодательством.

Брутто-дивиденд – это дивиденд, выплаченный наличными, плюс налоговый кредит. Дивидендные доходы по акциям различаются в зависимости от уровня инвестиционного риска.

Доход обычно ниже у крупных акционерных компаний, чьи акции обращаются на ликвидном вторичном рынке, чем у более мелких компаний, акции которых сложнее продать. Владельцы акций считают, что дивидендные доходы по их акциям будут расти со временем и, по меньшей мере, будут соответствовать росту цен на акции. Но это не совсем так. Когда дивиденды растут, цены на акции тоже растут, поэтому дивидендный доход может остаться стабильным или расти медленно или даже понижаться.

Общая доходность капитала – это дивиденд плюс величина прироста цен на акции в течение определенного периода (либо минус при их снижении).

Оценки стоимости акций. Существует много методов определения цен на акции. Анализ может быть техническим и фундаментальным.

Технический анализ основан на том, что будущие изменения цен можно прогнозировать на основе анализа цен в прошлом и в настоящем периодах, а также проследив тенденции их изменения. Существуют три основных метода технического анализа:

1. Метод, основанный на относительной устойчивости цен акций (т. е. принимается допущение, что если акции какой-то компании начинают расти в цене быстрее, чем остальные акции, обращающиеся на рынке, то это будет продолжаться на протяжении какого-то небольшого промежутка времени).

2. Метод Хэтча (принимаются во внимание правила, которыми пользуются, чтобы отличать краткосрочные колебания цен и тенденции к их длительным изменениям).

3. Метод графического анализа (тенденции можно прогнозировать путем составления линейных графиков).

Остановимся более подробно на методе графического анализа. Основными его элементами являются:

- определение уровня поддержки (это цена, ниже которой курс акции не опускается, но если цена опускается ниже этого уровня, то ожидается ее дальнейшее понижение);

- определение уровня сопротивления (уровень, который цена вряд ли превысит, но можно ожидать дальнейшее повышение цены);
- определение тенденции с верхней и нижней границей (линия тенденции показывает общее направление движения цены, если цена выходит за границу, то можно ожидать изменение тенденции в целом).

Выразим изменение тенденции при помощи одной из графических моделей («голова и плечи»).

График получил такое название, потому что по форме напоминает голову и плечи. Цена акции поднимается до определенного уровня (левое плечо), падает (уровень шеи) и поднимается вновь, достигая своего пика (головы). Это самая высокая цена данной акции. Затем цена снова падает (правое плечо), наблюдается ее значительное снижение, а когда она опускается ниже уровня «шеи», то необходимо скорее продавать акции.

Фундаментальный анализ основан на той точке зрения, что цена акции имеет внутреннее значение, которое может изменяться со временем. Это внутреннее значение можно оценить, изучив компанию и перспективы ее развития. Что же касается фундаментальной теории, то здесь внутренняя стоимость акции – это стоимость всех будущих дивидендов, которые будут выплачены акционеру.

Основной недостаток фундаментального анализа заключается в том, что он предполагает, что цены на акции остаются стабильными либо растут равномерно. Однако, временами могут иметь место резкие скачки цен.

Акция имеет номинальную и рыночную стоимость. Цена акции, обозначенная на ней, является номинальной стоимостью акции и не может быть меньше. Цена, по которой реально покупается акция, называется рыночной ценой или курсовой стоимостью (курс акции). Курс акции находится в прямой зависимости от размера получаемого по ним дивиденда и в обратной зависимости от уровня цен ссудного (банковского) процента.

$$\text{Курс акции} = \text{Дивиденд/Ссудный процент} * 100 \%$$

Процесс установления цены акции в зависимости от реально приносимого ею дохода называется капитализацией дохода и осуществляется через фондовые биржи, рынок ценных бумаг.

Оценка обыкновенных акций. Одна из целей финансового анализа состоит в выявлении неверно оцененных ценных бумаг, поэтому фундаментальный анализ может использоваться как один из подходов к поиску таких бумаг. Этот подход позволяет аналитику оценивать такие величины, как будущие доходы и дивиденды фирм. Модель с дисконтированием дивидендов, основанная на оценке путем капитализации дохода, часто используется в фундаментальном анализе как средство выявления неверно оцененных акций. Имеется несколько моделей с дисконтированием и их связь с моделями на основе отношения «цена – доходность»: метод капитализации дохода, модель нулевого роста, модель постоянного роста, модель переменного роста, оценка с учетом срока владения.

Размещение акций возможно только после регистрации их эмиссии. Количество размещаемых ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в учредительных документах и процентах об их выпуске. Эмитент может разместить меньшее количество ценных бумаг нежели то, которое указано в проспекте об эмиссии. Сколько же конкретно ценных бумаг было размещено, должно быть указано в отчете об итогах выпуска.

В нашей стране наибольшее распространение получил способ размещения акций «своими силами». Объясняется это уверенностью руководителей многих акционерных обществ в том, что они справятся с этой задачей без помощи посредника, а значит, сохранят часть своих средств. В мировой практике первичная эмиссия акций корпорации осуществляется с помощью услуг инвестиционно-банковской фирмы либо брокерской фирмы-посредника. Отношения между эмитентом и андеррайтером строятся на договорной либо на конкурсной основе, когда инвестиционные компании конкурируют между собой за право первоначального предложения акций.

Обращение акций осуществляется на вторичном рынке. Вторичный рынок акций представляет собой всю совокупность

актов купли-продажи акций юридическими и физическими лицами, в том числе при посредничестве профессиональных участников рынка, после их первичного размещения. В свою очередь, вторичный рынок акций состоит из двух частей: биржевого и внебиржевого («уличного») рынков. Соотношение этих частей в разных странах различно. В США, например, уже давно объемы торговли ценными бумагами на внебиржевом рынке сравнялись с оборотом основной биржи страны – Нью-Йоркской.

В XVII–XIX веках сделки с ценными бумагами заключались прямо на улице, на торговых рынках (отсюда пошло выражение «уличный» рынок). Постепенно появились профессиональные посредники рынка ценных бумаг – брокеры. В эпоху промышленной революции выпуск ценных бумаг и торговля ими принимает настолько значительные масштабы, что «уличному» рынку с этим процессом уже не справиться. В 1773 году в Лондоне, в здании королевской меняльни открыли первый организованный рынок ценных бумаг – фондовую биржу. В 60-х годах XIX века в Германии появились универсальные инвестиционные банки, взявшие на себя весь комплекс посреднических операций с ценными бумагами. В Кыргызстане возрождение относится к биржам в 1990 году.

Кыргызское законодательство требует при совершении сделок с ценными бумагами производить их *регистрацию*. Такой порядок установлен исходя из того, что ценные бумаги нередко становятся предметом мошенничества, обмана, вымогательства, кражи и других злоупотреблений. Следует при этом учитывать, что ценные бумаги затрагивают существенные права граждан.

В странах с развитой рыночной экономикой регистрация сделок с ценными бумагами не признается законодателем в качестве необходимой и обязательной. Вероятно, это связано с тем, что там чаще всего используются не именные, а предъявительские ценные бумаги. Механизм рыночного хозяйства в этих странах уже отлажен и имеет юридические средства, предупреждающие злоупотребления.

В целях обеспечения прав акционеров Закон об акционерных обществах обязывает все акционерные общества вести реестр своих акционеров. Ведение реестра начинается не позднее од-

ного месяца с момента государственной регистрации общества. Если в указанный срок ведение реестра общества, созданного в процессе приватизации, не начато, соответствующий комитет по управлению имуществом как учредитель общества заключает от его имени договор на ведение реестра акционеров, которое может осуществляться самим акционерным обществом, но может быть поручено и другому юридическому лицу или специализированному регистратору.

Допускается бумажная и электронная *форма ведения реестра*. В качестве бумажной может служить журнал регистрации акционеров. В дополнение к нему возможно ведение учета на индивидуальных карточках в алфавитном порядке. Первая форма ведения реестра, как правило, используется тогда, когда количество акционеров невелико и движение ЦБ практически отсутствует. Однако, когда количество акционеров увеличивается до нескольких десятков, а то и сотен, то возрастает число и трудоёмкость операций. Одновременно с этим возрастает и вероятность появления ошибки в записях. Электронная форма ведения реестра более универсальна и производительна. Тем не менее, существующее пока в обществе недоверие к этой форме заставляет наряду с ней иметь и распечатку реестра (т.е. бумажный носитель), заверенную двумя подписями должностных лиц и печатью держателя реестра. Именно эти списки акционеров, упорядоченные по определенному критерию, и называются реестром. При использовании электронной формы реестра необходимо предусматривать систему защиты от копирования, чтобы устранить утечку информации. И здесь на помощь вновь приходят корпоративные нормативные акты, позволяющие разграничивать компетенцию работников АО, связанных с информацией, содержащейся в реестре. Так, например, в должностной инструкции начальника службы регистраторов можно предусмотреть его право производить все операции по счетам вплоть до вывода всего реестра, а для обычного оператора – право открытия лицевого счета, проводку сделки по счетам, распечатку выписки из реестра по требованию владельца счета, для оператора, работающего в период проведения массовых мероприятий (общие собра-

ния, выплата дивидендов и т.п.) – право выполнять только одну операцию, например, выдавать сведения из реестра.

Есть еще одна проблема, связанная с использованием электронной фирмы, – хранение информации на диске, ее применение, а, следовательно, и совместимость электронных форматов, защита информации от внезапных отключений питания и т.п. Все это также должно находить отражение в корпоративных актах.

Реквизиты реестра. 1) полное наименование общества; 2) номер регистрационной книги; 3) держатель реестра; 4) дата начала книги; 5) подписи двух должностных лиц и держателя реестра; 6) печать держателя реестра.

Книги реестра являются бланками строгой отчетности, пронумеровываются и прошнуровываются. Они должны заполняться должностным лицом, ответственным за ведение реестра, чернилами синего или черного цвета, на официальном языке местонахождения общества, разборчивым почерком, не должно быть неоднозначных толкований сведений, содержащихся в реестре.

Данные, включаемые в реестр: 1) полное наименование (фамилия, имя, отчество) акционера; 2) его местонахождение (местожительство); 3) банковские реквизиты каждого акционера; 4) количество, номинальная стоимость и категории принадлежащих каждому акционеру акций; 5) количество акций, выкупленных обществом за счет собственных средств; 6) цена (курс) приобретения акций акционером; 7) сведения о выплате дивидендов; 8) о документах, подтверждающих совершение сделки с ценными бумагами (если сделки совершены без участия инвестиционных посредников или депозитария); 9) о датах приобретения, отчуждения акций акционером; 10) о дате прекращения членства в АО; 11) о номинальном держателе акций (если таковой имеется); 12) о депозитарии (если таковой имеется); 13) о дате произведенной записи.

Обязанности регистратора довольно многочисленны, но среди них можно выделить главные:

1. Открывать каждому владельцу лицевой счет на основании уведомления об уступке требования или распоряжения о передаче ЦБ;

2. Вносить в систему ведения реестра все необходимые изменения и дополнения;

3. Производить операции на лицевых счетах владельцев только по их поручению;

4. Доводить до зарегистрированных лиц информацию, предоставляемую эмитентом;

5. Предоставлять акционерам, в совокупности владеющим более чем одним процентом голосующих акций, данные из реестра об имени (наименовании) зарегистрированных владельцев и о количестве, категории и номинальной стоимости их акций;

6. Информировать владельцев ЦБ об их правах, о порядке и способах их осуществления и т.д.

Договор о ведении реестра АО может заключать лишь с одним юридическим лицом – регистратором. Регистратор же может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Регистратор (сторонняя организация) по требованию эмитента раз в год должен предоставлять реестр за вознаграждение, не превышающее затрат на его составление. В остальных случаях размер вознаграждения определяется договором между ними. Отдельно взимается плата в виде процента от сделки на проведенные регистратором операции, но с АО, а не участников сделки с акциями. Максимальный предел платы за услуги держателя реестра по внесению данных в реестр и выдаче выписок из него определяется Комиссией по рынку ценных бумаг.

Основания для внесения записей в реестр. В качестве таких могут выступать документы, подтверждающие оплату акции (при учреждении общества), протоколы о результатах закрытой подписи, о результатах торгов (при приватизации), документ фонда имущества о внесении вклада в уставной капитал. Документами для внесения вторичной записи в реестр являются договор купли-продажи акций, договор мены, договор залога или залоговое распоряжение, договор дарения, свидетельство о праве наследования акций, решение арбитражного или третейского суда об обращении взыскания на акции, являющиеся предметом залога, и др.

Помимо этого, регистратору обязательно предоставляется документ, подтверждающий данные о владельцах: для физических лиц – паспорт, для юридических – копия устава, доверенность лицу на право совершения сделки, справка о банковских реквизитах, подписанная руководителем и главным бухгалтером. При документарной форме эмиссии ЦБ наряду с указанными документами предоставляется также сертификат ценной бумаги.

Внесение записей в реестр производится держателем реестра в трехдневный срок с момента представления соответствующих, надлежащим образом оформленных документов.

Защита прав акционеров. Отказ держателя реестра от внесения записей в реестр не допускается, за исключением случаев, когда приобретается 35 или более процентов от всех акций. Отказ может быть обжалован в арбитражном суде. По требованию акционера ему выдается выписка из реестра, которая не является ценной бумагой, и ее передача другому лицу не влечет переход права собственности на ценные бумаги. Сведения, содержащиеся в реестре, являются строго конфиденциальными. Доступ к ним вправе иметь в любое время только председатель и члены совета директоров, генеральный директор общества, члены ревизионной комиссии, иные лица с разрешения генерального директора, специальные государственные органы в определенных законом ситуациях (прокуратура, органы внутренних дел, налоговая полиция и др.)

Регистратор (сторонний регистратор) несет ответственность за предоставление неправильных данных о таких записях, совершение официальных записей о проведенных операциях, за разглашение сведений, содержащихся в реестре, в том числе и в виде возмещения убытков обществу и (или) акционеру.

3. Облигации на РЦБ

Облигация – ценная бумага, удостоверяющая отношение займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ее (эмитентом, должником). Облигации – долговые обязательства эмитентов, источник финансирования расходов бюджета, превышающих доходы, источник финансирования инвестиций ак-

ционерных обществ, форма сбережений граждан и организаций в получении ими дохода. Срок действия облигации, порядок и размеры выплаты дохода и выкупа определяются при выпуске облигационного займа.

Облигации дают право их владельцу ежегодно получать фиксированный доход, но не предоставляют права голоса при решении вопроса функционирования выпустившего его предприятия.

На облигации указана номинальная стоимость. Она может быть продана за сумму меньшую, чем номинальная стоимость (со скидкой). Только лицо, выпустившее ее, обязано возместить ее держателю в предусмотренный срок номинальную стоимость. Доход держателя в этом случае образуется в виде разницы между номинальной и продажной ценой (дисконта к номиналу). Облигация может быть продана по номинальной стоимости либо по рыночной цене. В этом случае лицо, выпустившее облигацию, обязано возместить ее держателю в предусмотренный срок номинальную стоимость и уплатить ему фиксированный процент. При покупке облигации по номиналу доход держателя равен полученному проценту. При перепродаже облигаций по рыночной цене держатель ее имеет доход или убыток в виде разницы между ценой покупки и ценой продажи и доход в виде процента. В случае фиксированного процента облигации – твердо доходные ценные бумаги.

Облигация эмитируется (выпускается) на ограниченный период времени. Стоимость ее полностью погашается по истечении этого срока. Облигации могут выпускать государство, города, предприятия, различные фонды, советы, и т.д. Доход по облигациям обычно называют платежами «по купонам», так как держатель облигации через установленные промежутки времени срывает с облигации определенный небольшой уголок и отправляет его по почте эмитенту (т.е. организации, выпустившей облигацию), чтобы получить причитающиеся проценты.

Классическая облигация представляет собой ценную бумагу с фиксированным процентом. Однако практика хозяйственной жизни привела к появлению более гибких разновидностей данной бумаги. Возникли облигации с «плавающим» процентом.

Доход по ним колеблется в зависимости от ситуации на рынке ссудных капиталов.

Резюмируя сказанное выше об облигациях, мы рассматриваем облигацию как:

- Долговое обязательство эмитента;
- Источник финансирования расходов бюджетов, превышающих доходы;
- Источник финансирования инвестиций АО;
- Форму сбережений средств граждан и организаций и получения ими дохода.

Классификация облигаций

1. В зависимости от эмитента различают облигации:

- *Государственные;*
- *Муниципальные;*
- *Корпоративные;*
- *Иностранные.*

2. В зависимости от сроков, на которые выпускаются займы, различают:

- облигации с *некоторой оговоренной датой погашения*, которые, в свою очередь, делятся на: краткосрочные (1–3 года), среднесрочные (3–7 лет), долгосрочные (свыше 7 лет);
- облигации *без фиксированного срока погашения* включают в себя бессрочные или не погашаемые;
- *отзывные* (при выпуске облигаций эмитент устанавливает условия востребования: по номиналу или с премией);
- облигации с *правом погашения* – инвестор возвращает до наступления срока погашения и получает за них номинальную стоимость;
- *продлеваемые* – инвестор может продлить срок погашения и продолжать получать проценты в течение этого срока;
- *отсроченные.*

3. В зависимости от порядка владения облигации бывают *именные* и *на предъявителя*.

4. По целям облигационного займа облигации подразделяются на *обычные* – для различных мероприятий, и *целевые* – для конкретных проектов.

5. По способу размещения: *свободно размещаемые* облигационные займы и займы с *принудительным порядком*.

6. В зависимости от формы возмещения позаимствованной суммы: возмещение в *денежной форме* и *натуральной форме*.

7. По методу погашения номинала:

- *разовый платеж*;
- *с распределением по времени*;
- *с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций* (лотерейные или тиражные займы).

8. В зависимости от выплат, производимых эмитентом по облигационному займу:

- *выплата процентов*, а капитал не возвращается, точнее, эмитент ограничивает себя конкретным сроком;
- *облигации с нулевым купоном* – возвращается капитал по номинальной стоимости, а проценты не выплачиваются;
- *проценты не выплачиваются до момента погашения*, а при погашении инвестор получает номинальную стоимость и совокупный процентный доход;
- *доходные, или реорганизованные* – возвращается капитал по номинальной стоимости, а выплата процентов не гарантируется и находится в прямой зависимости от результатов эмитента, т.е. от того, получает компания прибыль или нет (обычно выпускают компании, которым грозит банкротство);
- дающие право на получение периодически выплачиваемого фиксированного дохода и номинальной стоимости облигации – в будущем, при ее погашении.

9. Периодическая выплата доходов по облигациям в виде процентов производится по купонам. Купон представляет собой вырезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки. По способам выплаты купонного дохода облигации подразделяются на:

- облигации с *фиксированной купонной ставкой*;
- облигации с *плавающей купонной ставкой*, когда купонная ставка зависит от уровня ссудного процента;

- облигации с *равномерно возрастающей купонной ставкой по годам займа*. Такие облигации еще называют индексированными, обычно эмитируются в условиях инфляции;
- облигации с *минимальным или нулевым купоном* (мелкопроцентные или беспроцентные). Рыночная цена по таким облигациям устанавливается ниже номинальной, т.е. предполагает скидку. Доход по этим облигациям выплачивается в момент ее погашения по номинальной стоимости и представляет разницу между номинальной и рыночной стоимостью;
- облигации с *оплатой по выбору* – владелец облигации может доход получить как в виде купонного дохода, так и облигациями нового выпуска;
- облигации *смешанного типа* – часть срока облигационного займа владелец облигации получает доход по фиксированной купонной ставке, а часть срока – по плавающей ставке.

10. По характеру обращения бывают: *не конвертируемые* и *конвертируемые* – право обменивать их на акции эмитента (как на обыкновенные, так и на привилегированные).

11. По способу обеспечения займа облигации делятся на:

- облигации с *имущественным залогом*, виды которого весьма разнообразны. Это и «золотые» облигации, обеспеченные золотовалютными активами государства, и индоссированные, или «принятые на себя», когда облигации, выпущенные одной корпорацией, гарантируются другой; и полные или частичные облигации, обеспеченные залогом либо на все, либо на часть имущества, судовые облигации, обеспеченные залогом на судно;
- облигации с *залогом в форме будущих залоговых поступлений* (обычно это муниципальные облигации или облигации государственных компаний, благотворительных и общественных фондов);
- облигации с *залогом в форме поступлений от будущей хозяйственной деятельности*. Среди них выделим облигации с выкупным фондом, при выпуске которых зарезервирован специальный фонд для погашения; и облигации,

купонный доход которых зависит от прибыли, что дает эмитенту право поставить в качестве условия выплаты процентов наличие прибыли;

- облигации с *определенными гарантийными обязательствами*. Это могут быть облигации с трастовым обеспечением, т.е. обеспеченные другими ценными бумагами, находящимися в финансовом учреждении на доверительном хранении (трасте), а также облигации, дающие преимущественное право покупки акции новых выпусков, так называемые подписные сертификаты. Законом об акционерных обществах предусмотрен выпуск облигаций и без обеспечения. Однако, это возможно не ранее третьего года существования АО и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

12. По типу обращения облигации можно разделить на:

1. *возвратные*, которые могут быть выкуплены у их держателей до окончания срока действия. При выкупе таких облигаций держателю выплачивается премия в размере, определенном условиями выпуска;
2. *целевые*, которые носят специальный характер и выпускаются под определенные товары (работы, услуги). В этом случае держатель не вправе требовать уплаты денежных сумм (номинальной стоимости облигации и процентов по ней) и обязан получить иной имущественный эквивалент, предусмотренный условиями выпуска;
3. облигации с *расширением срока действия*, которые дают право держателю по истечении срока действия облигаций обменять их на другие облигации;
4. *доходные (прибыльные) облигации*, проценты по которым выплачиваются только при наличии прибыли по итогам финансового года;
5. *конвертируемые* облигации, дающие право владельцу обменивать их на акции того же эмитента. Они являются переходной формой между собственным и заемным капиталом. Среди них выделим переводные облигации и облигации с опционом:

а) *переводные* облигации могут быть переведены в определенное количество простых акций этого эмитента. Владеющие ими инвесторы получают право балансировать между рынками акций и облигаций. С одной стороны, они получают гарантированный доход, защищающий их от неурядиц на рынке акций, с другой – имеют потенциальную возможность перейти на него при благоприятном периоде развития конъюнктур. В качестве платы за такую возможность выступает более низкий доход по этим бумагам. Но в силу очень тесной связи между этими облигациями и стоящими за ними акциями доходность первых при повышении курса соответствующих акций может резко пойти вверх и вплотную подойти к среднему уровню доходности по высокодоходным корпоративным облигациям. В качестве основных характеристик обязательно указывают первую дату, открывающую возможность перевода облигаций в акцию и премию. Под переводной премией понимается выраженная в процентах текущей цены акций сумма переплаты за право одной облигации в одну простую акцию. Размеры акций могут сильно отличаться: от отрицательных, когда акция дешевле, до 200 и более процентов при высоком курсе акции. Средний процент переводной премии составляет 5–30 %. Чем ниже премия, тем ниже и доходность бумаги, но одновременно – выше шанс обменять ее акцию. И наоборот: высокая премия сулит высокую доходность и практическую невозможность обмена на акцию;

б) *облигации с опционом* предоставляют возможность инвестору при росте процентных ставок сдать облигации (через определенный срок, например, 3 или 5 лет) эмитенту и получить их по номиналу.

13. В зависимости от степени защищенности вложений инвесторов различают:

- облигации, достойные инвестиций – надежные облигации компаний с твердой репутацией;
- макулатурные облигации, носящие спекулятивный характер.

Облигации бывают под заклад и без залога недвижимости, долгосрочные и краткосрочные. Краткосрочные облигации вы-

пускаются с дисконтом или с премией. Облигации с дисконтом это облигации, по которым не выплачивается процент и которые оцениваются на момент выпуска со скидкой от цены погашения. По облигациям с премией также не выплачивается процент, но они продаются по номиналу, а погашаются по номиналу плюс премия. Целесообразность выпуска облигаций определяется спросом на них на фондовом рынке и издержками выпуска.

Облигации имеют нарицательную (или номинальную) цену, выкупную цену и рыночную цену. *Номинальная цена* – напечатана на самой облигации и служит базой для дальнейших перерасчетов, а также при начислении процентов. По выкупной цене, которая может совпадать, а может не совпадать с номинальной, что зависит от условий займа, эмитент выкупает облигацию по истечении срока займа. *Рыночная (курсовая) цена* облигации определяются исходя из условий самого займа и ситуации, сложившейся в момент реализации на рынке облигаций.

Цена облигации с момента ее выпуска и в течение всего срока постоянно колеблется. Она устанавливается на таком уровне, при котором одна сторона сделки согласна купить облигацию, а другая – продать. Рыночная цена определяется, прежде всего, доходностью. Доходность облигации представляет собой отношение выплачиваемых по ней процентов к рыночной цене.

Можно выделить три фактора, определяющих спрос и предложение на рынке облигаций и, следовательно, движение рыночной цены. Повышение рыночных процентных ставок приводит к падению цены находящихся в обращении облигаций и, наоборот, чем ближе срок оплаты облигаций, тем при прочих равных условиях выше их цена. Ухудшение материального положения заемщика и связанные с ним опасения относительно перспектив погашения облигаций могут привести к падению цен на облигации данной фирмы.

Выпуск облигаций с точки зрения фирмы-эмитента имеет целый ряд *преимуществ*. Во-первых, продажа облигаций не связана с установлением контроля над предприятием, так как владельцы облигаций не имеют права голоса. Во-вторых, выпуск облигаций является более дешевым способом финансирования,

чем выпуск акций, потому что выплаты процентов продолжают лишь ограниченное число лет, а также вследствие более низкого уровня процента по сравнению с дивидендом в связи с более высокой надежностью облигаций. Именно в высокой надежности и заключается основное преимущество облигаций для инвестора. Вместе с тем, выпуск облигаций связан с некоторыми недостатками для предприятия: неуплата процентов может привести к объявлению предприятия банкротом, а увеличение выпуска облигаций, как и любых других обязательств, – к переходу права собственности на фирму кредитора.

Цены облигаций – это сумма, по которой инвесторам предлагают подписаться на выпуск (для первоначального выпуска) или по которой они желают продавать либо покупать облигации на вторичном рынке. Рыночные цены постоянно изменяются. Существует множество факторов, которые определяют, сколько покупатели готовы заплатить или сколько продавцы хотят получить за ценные бумаги. Основными факторами цены являются: ожидаемая отдача (процентный доход инвесторов), возможный риск, ликвидность вторичного рынка.

По ценным бумагам – инструментам займа – ожидаемый доход инвесторов складывается из регулярных выплат процентов и выплаты основной суммы в день погашения долгового обязательства. Без учета риска и ликвидности инвесторы будут, естественно, платить больше за больший доход, т.е. за более высокий процент. Только немногие инвестиции являются безрисковыми. Размер дохода, который желают получить инвесторы, меняется в зависимости от ожидаемой величины риска. От безрисковых инвестиций (инвестиции в государственные облигации) мы будем получать меньший доход. Если процентные ставки растут или снижаются, цена облигации с фиксированной ставкой на вторичном рынке также изменяется. Зависимость между процентной ставкой и ценой облигации обратно пропорциональная. Новую цену облигации можно определить по формуле:

$$\text{Рыночная цена} = (\text{Проценты по облигациям за год}) / \\ / (\text{Рыночная процентная ставка})$$

Цена облигации с меньшей купонной ставкой более неустойчивая, чем такой же облигации с большей ставкой. Рыночная цена инструментов займа с плавающей ставкой обычно остается близкой к номиналу, поскольку проценты, уплачиваемые инвесторам, будут расти или уменьшаться в зависимости от изменения рыночной ставки процента. Однако, если изменяется кредитный или инвестиционный риск, а инвесторы требуют компенсации изменения риска, рыночная цена будет меняться.

Государственные облигации. Самым крупным заемщиком является государство. В зависимости от эмитента, государственные ценные бумаги подразделяются на правительственные (казначейские) и выпускаемые правительственными учреждениями. В зависимости от их свойства обращаемости на фондовых рынках они подразделяются на рыночные и нерыночные. Рыночные обязательства могут свободно продаваться и покупаться на открытом рынке. Нерыночные долговые инструменты такими свойствами не обладают. Обычно они эмитируются государством для привлечения средств мелких индивидуальных инвесторов (широких слоев населения) и специальных финансовых институтов. Средства населения мобилизуются государством через систему сбережений, принимающих форму вкладов в сберегательные учреждения, а также форму ценных бумаг (сберегательных сертификатов, доходных и депозитных сберегательных бон и т.д.). Путем эмиссии нерыночных долговых обязательств аккумулируются в национальном масштабе мелкие сбережения, которые в совокупности образуют наиболее стабильный и крупный кредитный курс государства. По срокам погашения государственные займы подразделяются на текущие, краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные, бессрочные. Для привлечения средств в пределах одного года в большинстве стран используются казначейские векселя. Так, в США и Великобритании казначейские векселя выпускаются сроком на 91 день, в Японии – на 60 дней, в Италии – на 3, 6, 12 месяцев. В качестве среднесрочных обязательств в ряде стран получили распространение казначейские ноты. Сроки погашения широко варьируются в различных странах. Например, в США ноты выпускаются на срок от 1 до 10 лет,

в Италии – на 2–3 года, в Германии – на 3–4 года. Долгосрочными обязательствами обычно считаются казначейские бонды и облигации. Вместе с тем, сроки погашения облигационных займов колеблются в очень широких пределах: от 3–4 лет до 25 лет.

4. Прочие виды ценных бумаг

Исторически *вексель* – первая форма ценной бумаги в хозяйственной жизни, один из древнейших расчетных инструментов. Издавна вексель применялся как удобное средство оформления расчетных отношений, средство платежа, получения кредита, предоставляемого покупателям в товарной форме в виде отсрочки уплаты денег за проданные товары. Вексель является действенным рыночным инструментом, обеспечивающим исполнение обязательств и возврат долгов.

Главная особенность векселя как ценной бумаги заключается в его определении: вексель – это безусловное обязательство уплатить какому-то лицу определенную сумму денег в определенном месте в определенный срок. Вексель – это абстрактное долговое обязательство, т.е. оно не зависит ни от каких условий. Это письменное долговое обязательство строго установленной формы, удостоверяющее безусловное обязательство одной стороны уплатить в установленный срок определенную денежную сумму другой стороне и право последней требовать этой уплаты. Это денежный документ со строго определенным набором реквизитов, т.е. векселем является тот документ, который содержит все необходимые реквизиты векселя.

Вексель – универсальный финансовый инструмент, который выполняет несколько экономических функций

1. Прежде всего, является орудием кредита.
2. Служит инструментом денежных расчетов, кредитной формой денег. При этом вексельное обращение способно многократно ускорять расчеты, поскольку в развитом коммерческом обороте вексель до своей уплаты проходит через десятки держателей, погашая их денежные обязательства и уменьшая потребность в наличных деньгах, что особенно важно в случае недостаточности последних в денежном обороте.

3. Через механизм переучета вексель выполняет важную народнохозяйственную функцию в качестве средства денежно-кредитного регулирования. Коммерческие банки, учитывая своих клиентов, в целях регулирования текущей ликвидности могут переучесть свой вексельный портфель в Национальном банке, который устанавливает процентную ставку (ставку рефинансирования), а также определенные качественные требования, как к переучитываемым векселям, так и к коммерческим банкам, осуществляющим переучет.

Векселя в зависимости от условий возникновения долга и выполняемых функций подразделяются на коммерческие, финансовые и обеспечительные.

Реквизиты простого векселя:

- наименование (вексель, простое и ничем не обусловленное обещание оплатить определенную сумму);
- указание срока платежа;
- указание места, в котором должен совершиться платеж;
- наименование получателя платежа, которому или по приказу которого он должен быть совершен;
- указание даты и места составления векселя.

Переводной вексель (тратта) – письменный документ, содержащий приказ векселедателя, адресованный плательщику-должнику уплатить деньги (в определенный срок в определенном месте) получателю-держателю векселя или по его приказу другому лицу (рисунок 7).

В отличие от простого, в переводном векселе участвуют не два, а три лица: трассант (выдающий вексель), ремитент (первый приобретатель, получающий вместе с векселем право требовать и платеж по нему), трассат (плательщик, которому векселедержатель предлагает произвести платеж). Таким образом, переводной вексель – это документ, регулирующий вексельные отношения трех сторон: кредитора должника и получателя платежа (ремитента). Суть этих отношений заключается в следующем: трассант выписывает (трассирует) вексель на трассата с предложением уплатить определенную сумму ремитенту в определенном месте и в определенный срок.

Переводной вексель	
_____	_____
(место, дата составления)	(место платежа, срок платежа)
Платите по этому переводному векселю	

(число, месяц, год платежа)	
в рублях _____	_____
(сумма цифрами и прописью)	
приказу _____	_____
(указание лица, которому, или по приказу которого должен быть совершен)	
Подлежащий уплате в _____	
(наименование места платежа)	
_____	_____
Наименование и полный адрес должника	(Подпись, наименование и полный адрес Векселедателя)

Рисунок 7 – Пример составления переводного векселя

Аваль – вексельное поручительство, суть которого заключается в том, что какое-то лицо берет на себя ответственность за платеж по векселю одного или нескольких ответственных по векселю лиц. Аваль не может быть дан за лицо, не ответственное по векселю (например, трассат, не акцептовавший вексель).

Аваль – вексельное поручительство, суть которого заключается в том, что какое-то лицо берет на себя ответственность за платеж по векселю одного или нескольких ответственных по векселю лиц. Аваль не может быть дан за лицо, не ответственное по векселю (например, трассат, не акцептовавший вексель).

Исходя из положения вексельного права следует подчеркнуть, что аваль, как и сам вексель, является абстрактным обязательством. Это значит, что недействительность самого векселя не влечет за собой недействительность авала. Наиболее часто в практике авалистами выступают банки, дающие поручительство за лиц, финансовое положение которых находится под их контролем.

На аплонже совершаются и передаточные надписи (индоссамент), если на оборотной стороне векселя они не помещаются. Индоссамент выражается словами «платите по приказу» или «платите вместо нас» и означает переход права получения платежа по векселю к другому лицу. Лицо, совершающее индоссамент, называется индоссантом, а лицо, получающее вексель по индоссаменту, – индоссатом.

Вексельные операции

Учет векселей состоит в том, что векселедержатель передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получает за это вексельную сумму за вычетом (за досрочное получение) определенного процента от этой суммы, т.е. учетного процента или дисконта. Таким образом, с позиции банка, – это покупка любого несобственного векселя. Коммерческий банк может быть заинтересован в учете векселей крупных акционеров банка, а также клиентов, которым ранее были выданы ссуды, для возврата которых банку необходимо улучшить финансовое состояние клиента.

Эффективность операции учета векселей обуславливается высокой доходностью для банка. Доходность устанавливается банком путем деления номинала векселя на две части: сумма, выплачиваемая клиенту, и дисконт в пользу банка. Размер дисконта (при временной базе в 360 дней) в абсолютной величине можно устанавливать по формуле:

$$D = \frac{H * t * d}{100 * 360},$$

где t – срок до погашения векселя, d – учетная (дисконтная) ставка, H – номинал векселя, D – дисконт в пользу банка.

Отдел ценных бумаг производит расчет вексельной суммы на дату принятия векселя к учету. За учет векселя банк взимает учетный процент, ставка которого устанавливается самим банком. Каждый банк устанавливает учетный процент самостоятельно и вправе дифференцировать в зависимости от кредитоспособности заемщика. Таким образом, формула подсчета дисконта, взимаемого в пользу банка:

$$D = \frac{B * t * C}{100 \% * 360},$$

где B – сумма векселя, t – срок платежа, C – учетная ставка процента.

Чек – это письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в нем сумму денег. Чек – это ценная бумага, представляющая собой платежно-расчетный документ.

По своей экономической сути чек является переводным векселем, плательщиком по которому всегда является банк, выдавший этот чек. Чек, как и вексель, есть ценная бумага стандартной формы с наличием обязательных реквизитов, таких как:

- наименование «чек»;
- поручение банку выплатить чекодателю указанную в чеке денежную сумму;
- наименование плательщика по чеку и номера счета, с которого должен быть произведен платеж;
- подпись чекодателя;
- указание валюты платежа;
- дата и место составления чека.

Чек может иметь несколько видов, таких как:

- *именной чек* – выписывается конкретное лицо с оговоркой «не приказу», что означает невозможность дальнейшей передачи чека другому лицу;
- *ордерный чек* – выписывается на конкретное лицо с оговоркой «приказу», означающей, что возможна дальнейшая передача чека путем передаточной подписи-индосамента;
- *предъявительский чек* – выписывается на предъявителя и может передаваться от одного лица к другому путем простого вручения;
- *расчетный чек* – по нему не разрешена оплата наличными деньгами;
- *денежный чек* – предназначен для получения наличных денег в банке.

Коносамент (от фран. Connaissement) является ценной бумагой, которая выражает право собственности на конкретно указанный товар. Коносамент – это документ стандартной формы, принятый в международной практике, на перевозку груза, который удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение. Существует следующие виды коносамента:

- линейный коносамент – это коносамент, в котором излагается воля отправителя, направленная на заключение договора перевозки груза;
- чартерный коносамент – коносамент, который выдается в подтверждение приема груза, перевозимого на основании чартера;
- береговой коносамент – коносамент, который выдается в подтверждение приема груза от отправителя на берегу, как правило, на складе перевозчика;
- бортовой коносамент – коносамент, который выдается, когда товар погружен на судно.

Существуют следующие *формы коносамента*:

1. Именной – коносамент, в котором указывается наименование определенного уровня получателя;
2. Ордерный – коносамент, по которому груз выдается либо по приказу отправителя или получателя, либо по приказу банка;
3. На предъявителя – коносамент, в котором указывается, что он выдан на предъявителя, т.е. в нем не содержатся какие-либо конкретные данные относительно лица, обладающего правом на получение груза, и поэтому груз в порту назначения должен быть выдан любому лицу, предъявившему такой коносамент.

К коносаменту обязательно прилагают страховой полис на груз. Коносамент может сопровождаться различными дополнительными документами, необходимыми для перевозки груза, его хранения и сохранности, для оформления таможенных процедур и т.п. В коносаменте, как в ценной бумаге, должны быть определенные обязательные реквизиты, в которых никакие изменения невозможны.

Основные *реквизиты коносамента*:

- Наименование судна;
- Наименование фирмы-перевозчика;

- Место приема груза;
- Наименование отправителя груза;
- Наименование получателя груза;
- Наименование груза и его главные характеристики;
- Время и место выдачи коносамента;
- Подпись капитана судна.

Производная ценная бумага – это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива.

Производные ценные бумаги – это класс ценных бумаг, целью обращения которых является извлечение прибыли из колебаний цен соответствующего биржевого актива.

Главные *особенности производных ценных бумаг* заключаются в том, что:

- их цена базируется на цене лежащего в их основе биржевого актива, в качестве которого могут выступать другие ценные бумаги;
- внешняя форма обращения производных ценных бумаг аналогична обращению основных ценных бумаг;
- они имеют ограниченный временной период существования (обычно – от нескольких минут до нескольких месяцев) по сравнению с периодом жизни биржевого актива (акции – бессрочные, облигации – годы и десятилетия);
- их купля-продажа позволяет получать прибыль при минимальных инвестициях по сравнению с другими ценными бумагами, поскольку инвестор оплачивает не всю стоимость актива, а только гарантийный (маржевой) взнос.

Существует два *типа производных ценных бумаг*:

1. Фьючерские контракты;
2. Свободнообращающиеся или биржевые опционы.

Фьючерский контракт – это стандартный биржевой договор купли-продажи биржевого актива в определенный момент времени в будущем по цене, установленный сторонами сделки в момент ее заключения. Понимание фьючерского контракта лучше

всего достигается при его сравнении с форвардным контрактом. Фьючерские контракты относятся к классу соглашения о будущей покупке.

Фьючерские контракты – это те же форвардные контракты, но обладающие рядом дополнительных свойств или отличительных особенностей. Основные отличия указаны в таблице 1.

«Купить» фьючерский контракт – взять на себя обязательство принять от биржи первичный актив, когда наступит срок исполнения фьючерского контракта, и уплатить по нему на бирже в соответствии с порядком, установленным для данного контракта, т.е. в конечном счете, по цене, установленной в момент покупки контракта.

«Продать» фьючерский контракт – принять на себя обязательство поставить (продать) бирже первичным актив, когда наступит срок исполнения фьючерского контракта, и получить за него от биржи соответствующие денежные средства согласно цене продажи этого контракта.

Итак, *отличительными чертами фьючерского контракта* являются:

- биржевой характер, т.е. это биржевой договор, разрабатываемый на данной бирже и обращающийся только на ней;
- стандартизация по всем параметрам, кроме цены;
- полная гарантия со стороны биржи того, что все обязательства, предусмотренные данным фьючерским контрактом, будут выполнены;
- наличие особого механизма досрочного прекращения обязательств по контракту любой из сторон.

Фьючерский контракт, заключенный с целью поставки по нему какого-либо биржевого актива. Фьючерский контракт имеет своей целью получение положительной разницы в ценах от операции по его купле-продаже. В этом смысле фьючерский контракт – это всегда контракт на разность в ценах, а не на куплю-продажу биржевого актива.

В момент своего заключения фьючерский контракт – это обычный договор, который еще иначе называют форвардным контрактом. Если фьючерский контракт доживает до оконча-

Таблица 1 – Сравнительные характеристики фьючерского и форвардного контрактов

Характеристики контракта	Фьючерский контракт	Форвардный контракт
Количество актива по контракту	Устанавливается биржей. Можно торговать только числом контрактов	Меняется в зависимости от потребностей покупателя (продавца)
Качество актива	Определяется биржевой спецификацией	Варьируется в соответствии с конкретными запросами потребителя
Поставка	В формах, установленных биржей. Лишь несколько процентов от общего числа контрактов заканчивается поставкой	Поставляется актив, лежащий в основе контракта. Поставка осуществляется по каждому контракту
Дата поставки	Поставка разрешена на даты, установленные биржей	Любая
Ликвидность	Зависит от биржевого актива. Обычно очень высокая	Часто ограничена. Рынок может иметь место только для одного покупателя
Риск	Минимален или отсутствует по зарегистрированному биржей фьючерскому контракту	Присутствуют все виды рисков. Уровень зависит от кредитного рейтинга
Маржа (Гарантийный залог)	Обычно требуется	Обычно отсутствует
Регулирование	Регулируется биржей и соответствующими государственными органами	Малорегулируемый

ния срока его действия и по нему осуществляется поставка, т.е. купля-продажа лежащего в его основе актива, то он опять существует как обычный форвардный контракт на поставку этого актива через обусловленный срок времени. Собственно фьючерским контрактом он является в промежутке времени между его заключением и исполнением.

В профессиональном отношении наиболее ответственным видом процентных фьючерсов являются контракты на бумаги с фиксированным доходом. Предметом их является будущая поставка ценных бумаг с гарантированным фиксированным доходом. Прежде всего, это казначейские векселя и облигации государственных займов. Продавец фьючерса берет на себя обязательство продать (поставить) в установленную дату определенные ценные бумаги, количество и цена которых установлены в контракте. Покупатель, соответственно, берет на себя обязательство принять их.

Аналогично ситуации с фьючерсными контрактами, устоявшаяся терминология *операций с опционами* имеет следующий смысл:

- «купить» опцион – заключить его на условиях покупателя;
- «продать» опцион – заключить его на условиях продавца.

В деловой практике опционы могут заключаться на любые рыночные активы и фьючерсные контракты. Если опционы заключаются на бирже, то, как и для фьючерсных контрактов, условия их заключения являются стандартизированными по всем параметрам, кроме цены опциона. Биржевые опционы свободно продаются и покупаются на биржах, основываясь на тех же механизмах, которые существуют для фьючерских контрактов.

Обычно в биржевой практике используются два вида опционов:

- 1) опцион на покупку (опцион – колл);
- 2) опцион на продажу (опцион – пут).

По первому виду опциона его покупатель приобретает право, но не обязательство, купить биржевой актив. По второму виду опциона его покупатель имеет право, а не обязательство продать этот актив. Покупатель опциона может быть назван его держателем или владельцем. Продавца опциона часто называют подписчиком или выписывателем.

По виду биржевого актива, который лежит в основе опциона, последний можно делить на:

- валютный, в основе которого лежит купля-продажа валюты;
- фондовый, исходным активом которого являются акции, облигации, индексы;
- фьючерские, или опционы на куплю-продажу фьючерских контрактов.

Основные *преимущества* опционов состоят в высокой рентабельности операций с опционами – заплатив небольшую премию за опцион, в благоприятном случае получаешь прибыль, которая в процентном отношении к премии составляет сотни процентов.

Например, премия за право купить акцию по 100 сом составила 0,1 сома. Цена акции возросла на 1 сом. Реализовав свое право на опцион, т.е. купив акцию за 100 сом, а затем, продав ее на фондовом рынке по 101 сом, получаем рентабельность операции, равную 1000 % ($1 \text{ сом} : 0,1 \text{ сом} * 100 \%$);

Минимизация риска для покупателя опциона определяется величиной премии при возможном получении теоретически неограниченной прибыли. Следует отметить, что в расчете издержек покупателя опциона необходимо обязательно учитывать комиссионные фондовому посреднику и налоги государству, если таковые имеются по опционным (и фьючерсным) контрактам.

5. Дивиденды

Слово *дивиденд* (лат.) означает часть отделения. Для акционеров дивиденды являются основной и часто единственной формой получения прибыли от работы акционерного общества. Получение дивидендов и служит целью участия в акционерном обществе.

Различают три вида дивидендов:

- дивиденды, выплачиваемые в форме денег;
- дивиденды, выплачиваемые в форме имущества;
- дивиденды, выплачиваемые в форме акций самого акционерного общества, занимают по своему удельному весу второе место после денежных дивидендов.

Право акционерного общества выплачивать дивиденды не является абсолютным. Оно ограничено в целях охраны интересов кредиторов и привилегированных акционеров общества. В противном случае весь риск ведения дела падал бы на кредиторов, нарушены были бы и права привилегированных акционеров. Выплата дивидендов признается законной, во-первых, когда полностью оплачен уставной капитал общества. Во-вторых, когда все акции общества уже выкуплены. В-третьих, когда общество на момент выплаты дивидендов не отвечает признакам несостоятельности (банкротства). В-четвертых, если стоимость чистых активов общества больше его уставного капитала и резервного фонда.

Решение о выплате, а также о ее размере принимается на общем собрании акционеров по результатам финансового года с учетом выплаты промежуточных дивидендов по представлению совета директоров акционерного общества.

По привилегированным акциям размер дивиденда устанавливается заранее, еще при выпуске. Это так называемый фиксированный дивиденд. При наличии прибыли, достаточной для выплаты фиксированных дивидендов по привилегированным акциям, общество не вправе отказать держателям указанных акций в выплате дивидендов.

Начисление дивиденда может производиться ежеквартально, раз в полгода или раз в год. Величина его выражается либо в денежном измерителе, либо в процентом отношении к номинальной стоимости акции. Подавляющее большинство акционерных обществ объявляет выплату дивидендов к номинальной стоимости. Между тем, многие приобретают акции по их рыночной цене. Поэтому при расчете уровня доходности данной акции берется величина полученных дивидендов (в денежном выражении) и соотносится с рыночной ценой акции (также в денежном выражении). Полученное соотношение, выраженное в процентах, и представляет собой уровень дохода за счет дивидендов.

С дивидендом связана и рыночная стоимость (курс) акций. Доход акционера складывается из двух составляющих: дивиденда на акцию и изменения рыночной стоимости акции. Рыночная

стоимость называется курсом акции, который прямо пропорционален величине дивиденда, приносимого акцией, и обратно пропорционален норме ссудного процента.

В биржевой торговле всегда идет сравнение с номинальной стоимостью ценной бумаги. Если курс акции превышает номинал, то величина превышения называется «ажио», а отклонение курса ниже номинала – «дизажио». Самый важный показатель биржевой деятельности – курс ценных бумаг – цена, по которой была заключена последняя сделка с ценными бумагами данного вида.

Курс акций формируется на каждой бирже или самостоятельно, или, если они входят в межбиржевую систему, на основании как собственных сделок, так и сделок на других биржах мира.

Курс ценных бумаг под влиянием спроса и предложения на них постоянно колеблется вокруг средней (курсовой) цены.

Все инвесторы, играющие на курсовой разнице, делятся на два основных типа: тех, кто ожидает понижения курсов (их называют медведи), и тех, которые рассчитывают, что цены возрастут (это быки). В основном благодаря их действиям и возникают периоды котировки.

Рыночная стоимость акций определяется целым рядом факторов:

1. Видом ценной бумаги (акция, облигация). Вложение капитала в акции считается более рискованным, чем помещение денег в облигации.

2. величиной дохода. Рыночная цена прямо пропорциональна доходу по данной ценной бумаге.

3. Уровнем инфляции. Рост инфляции способствует обесцениванию доходов от инвестирования и перераспределяет свободные денежные средства в пользу других рынков: товарного, золотого и других. Кроме того, рост инфляции заставляет банки поднимать уровень ссудного процента и тем самым увеличивать приток средств в кредитную систему.

4. Текущей конъюнктурой рынка. Фактический курс акций складывается под влиянием спроса и предложения.

5. Степенью риска по каждому виду ценных бумаг. Он оценивается при помощи рейтинга. Для этой цели на фондовых рынках возникли специальные рейтинговые агентства, которые за отдельную плату и присваивают акциям определенный показатель риска.

Акции, в отличие от облигаций, требуют более тщательного анализа со стороны инвесторов, а также при допуске акционерных обществ к торговле на бирже.

Контрольные вопросы:

1. Влияние государственных ценных бумаг на развитие экономики государства.
2. Сущность акции.
3. Виды акций.
4. Особенности функционирования акций на РЦБ.
5. Сущность облигаций.
6. Классификация облигации.
7. Виды ценных бумаг.
8. Производные ЦБ.
9. Сущность дивидендной политики на РЦБ.

ТЕМА 3. ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ. УЧАСТНИКИ РЦБ

Вопросы:

1. Торговые системы РЦБ.
2. Биржевые индексы.

1. Торговые системы РЦБ

Торговая система рынка ценных бумаг представляет собой совокупность форм и методов организации купли-продажи ценных бумаг, а также профессиональных участников, обслуживающих эти процессы.

Формы и методы организации торговли ценными бумагами имеют свою специфику на различных сегментах рынка ценных бумаг и могут различаться в зависимости от вида финансового инструмента, выступающего в качестве товара на этом рынке.

Инструментами фондового рынка являются основные и производные ценные бумаги, организация торговли которыми имеет некоторые отличительные особенности. В этой связи торговые системы можно классифицировать на:

- торговые системы эмиссионных ценных бумаг;
- торговые системы фьючерсных контрактов, опционов и других производных ценных бумаг.

Способы и механизмы организации и совершения сделок купли-продажи с различными финансовыми инструментами на рынке ценных бумаг рассматриваются в специальных главах данного учебного пособия.

Торговые системы рынка ценных бумаг классифицируются также по сегментам рынка на:

- торговые системы первичного рынка, для которого характерна организация купли-продажи ценных бумаг в форме размещения впервые выпущенных ценных бумаг;

- торговые системы вторичного рынка, на котором осуществляется обращение ценных бумаг в форме перепродажи ранее выпущенных ценных бумаг.

На первичном фондовом рынке эмитент может осуществлять размещение своих ценных бумаг собственными силами, либо прибегнуть к услугам профессиональных посредников, называемых андерратерами. Важными условиями первичного размещения ценных бумаг являются:

- обеспечение каждому покупателю возможности ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки ценных бумаг;
- обеспечение равных ценовых условий для приобретения ценных бумаг первыми владельцами.

Отношения между эмитентом и андерратером могут строиться на договорной либо конкурсной основе. При этом возможны два варианта взаимоотношений. Первый вариант предполагает, что профессиональный посредник принимает на комиссию ценные бумаги, получает комиссионное вознаграждение за реализованные ценные бумаги, а риск не размещения ценных бумаг остается на эмитенте. Второй вариант взаимоотношений складывается, когда посредник осуществляет операции по размещению ценных бумаг за свой счет. В этом случае андеррайтер выкупает у эмитента ценные бумаги по одной цене, а перепродает их в розницу инвесторам по биржевым или внебиржевым котировкам.

Следует отметить, что на вторичном рынке ценных бумаг торговые системы различаются на биржевую и внебиржевую. Общими характеристиками организации торговли на вторичном рынке ценных бумаг являются:

- незначительный разрыв между ценой продавца и ценой покупателя;
- несущественные колебания цен от сделки к сделке;
- большое число участников продажи и возможность оперативной перепродажи ценных бумаг;
- разнообразная номенклатура предлагаемых к продаже ценных бумаг.

Торговая система внебиржевого рынка ценных бумаг имеет ряд отличительных особенностей:

- множественность продавцов ценных бумаг, которые осуществляют торговлю одновременно в разных торговых местах и в произвольное время;
- отсутствие у продавцов единого курса по ценным бумагам одного выпуска, одного эмитента и одного номинала.

Биржевая форма организации торговли ценными бумагами основана на следующих принципах:

- проверка качества и надежности продаваемых ценных бумаг;
- установление на основе аукционной торговли единого курса на одинаковые ценные бумаги одного эмитента;
- гласность совершаемых на бирже торговых операций.

Биржевая торговая система имеет свои разновидности, которые определяются формой организации аукционной торговли, уровнем участия биржевых посредников (агентов) в процессе торговли.

В зависимости от уровня участия ЭВМ различают электронную и традиционные торговые системы. Электронная торговля ценными бумагами возникла около 15 лет назад, хотя ЭВМ в традиционной торговле ценными бумагами применяются уже давно. Компьютерные технологии использовались биржами для высвечивания на электронном табло биржевых цен, для учета биржевых сделок и контроля за ними. Примером такой компьютерной системы является также информационная система агентства «Рейтер».

Подключив специальные терминалы в офисе к информационному каналу агентства, пользователь получает возможность «присутствовать» на торгах крупнейших мировых бирж, наблюдать за изменением текущих цен фирм-дилеров в ходе биржевых торгов, но не участвовать в них.

Функционирование электронной торговли включает в себя следующие этапы:

- доступ и защита системы;
- просмотр рыночной информации об объекте сделки;
- ввод приказов на совершение сделок;
- заключение сделок в режиме непрерывной торговли;
- ведение книги учета приказов;

- рассылка информации о сделках пользователям системы;
- надзор и контроль за функционированием системы по каждой сделке.

К преимуществам электронной торговли ценными бумагами можно отнести:

- возможность проведения торговых операций в любое время суток;
- максимальный доступ брокеров из любого региона на мировые фондовые рынки;
- относительно низкие операционные издержки;
- высокий уровень конфиденциальности, позволяющий не раскрывать информацию о фирмах-участниках торговли;
- появляется возможность увидеть одновременно несколько наилучших цен покупки и продажи, в то время как в традиционной биржевой торговле, как правило, – одну наилучшую цену покупателя и цену продавца.

Несмотря на вышеперечисленные достоинства электронной торговли, они пока остаются недостаточно реализованными, что обуславливает невысокую ликвидность электронных рынков. Электронные торги затрудняют дилерам использовать в своих операциях профессиональную интуицию, основанную на деловом общении со своими контрагентами. Более того, к недостаткам электронной торговой системы в настоящее время можно отнести неспособность учитывать дополнительные условия приказов, а иногда и приостановки приказа на исполнение сделки.

В мировой практике уже функционирует либо в стадии проектирования около 50 различных видов электронных торговых систем, из них половина предназначена для фьючерсной торговли.

2. Биржевые индексы

Сделки считаются биржевыми, если они заключены на ценные бумаги, включенные в Котировальный Реестр фондовой биржи (ФБ), между трейдерами членов ФБ во время биржевой торговой сессии в порядке, установленном Правилами и решениями биржевого совета.

Содержание биржевой сделки, за исключением наименования ценной бумаги, количества, цены и порядка расчетов, не подлежит разглашению.

Биржевая сделка считается заключенной с момента ее регистрации торговой системой КФБ в соответствии с настоящими Правилами. Права по ценной бумаге переходят к покупателю с момента исполнения сделки, если соглашением не предусмотрено иное. Сделка с ценной бумагой признается исполненной после завершения передачи прав на данные ценные бумаги и денежных расчетов по ним.

Участники биржевой торговли могут совершать сделки за свой собственный счет или по договору комиссии или поручению клиента.

Поручения клиентов на покупку/продажу ценных бумаг на ФБ оформляются в виде приказов.

Приказ означает предложение на заключение биржевой сделки (покупку или продажу ценных бумаг) и размещается трейдером в торговой системе ФБ.

На ФБ существуют следующие *виды сделок и приказов*:

Прямые (договорные) сделки – сделки между членами КФБ, существенные условия которых определяются на договорной основе без использования торговой системой сведений приказов. Условия договорных сделок вводятся в торговую систему и регистрируются на КФБ.

Сделки с физическими лицами – договорные сделки, осуществляемые между членами КФБ и лицами, не являющимися членами биржи.

Рыночные приказы – приказ на покупку определенного вида и количества ценных бумаг по самой низкой цене или продажу по самой высокой цене на момент получения данного приказа.

Лимит-приказ – приказ на покупку или продажу ценных бумаг по специально оговоренной цене или на более выгодных условиях, т.е. приказ, в котором оговариваются минимальная цена продажи или максимальная цена покупки. Если лимит не достигается, то приказ трейдером не выполняется.

Стоп-приказ – приказ на покупку или продажу ценных бумаг при достижении определенной цены. При этом стоп-приказ на продажу – это приказ на продажу определенного вида ценной бумаги при падении цены до стоп-цены или ниже; стоп-приказ – на покупку определенного вида ценных бумаг при подъеме до стоп-цены и выше.

В зависимости от дополнительных инструкций приказы также могут подразделяться на:

- приказ на день или на срок, оговоренный клиентом;
- открытый приказ;
- приказ «не принимаю на себя»;
- масштабный приказ;
- альтернативный приказ;
- перевод-приказ;
- приказ «все или ничего».

Приказ на день действителен только на день торговли, который указан клиентом. Все приказы расцениваются как приказы на один день, если это особо не оговорено.

Открытый приказ действует до тех пор, пока клиент не отменит его или до тех пор, пока не будет выполнен.

Приказ «не принимаю на себя» означает, что трейдер не принимает на себя ответственность за упущенную возможность сделки с ценными бумагами клиента. Этот приказ позволяет трейдеру использовать собственное суждение по определению цены и времени исполнения приказа в рамках лимита, определенного клиентом.

Масштабный приказ означает приказ клиента трейдеру исполнить подряд несколько лимитированных приказов с различными условиями, но в одно и то же время. Целью заказа является достижение благоприятной «средней» цены покупки или продажи ценных бумаг.

Альтернативный приказ означает поручение клиента купить те или иные ценные бумаги. Как только приказ исполняется по одному из указанных клиентом наименований, другие заказы автоматически снимаются.

Перевод-приказ означает поручение клиента использовать выручку от продажи одних ценных бумаг для покупки других.

Приказ «все или ничего» означает поручение клиента продать или купить партию ценных бумаг целиком. Если трейдер не может выполнить это условие, приказ отменяется.

Основной функцией ФБ является организация торговли ценными бумагами, включенными в Котировальный Реестр, как в процессе их первичного размещения, так и вторичного обращения на фондовом рынке, а также обеспечение открытости информации по операциям с данными ценными бумагами для всех заинтересованных лиц.

Под организацией торговли подразумевается обеспечение упорядоченного и эффективного механизма заключения и оформления сделок с ценными бумагами между участниками биржевой торговли и их клиентами. КФБ использует автоматизированную систему торгов ценными бумагами.

Порядок заключения и оформления сделок

Члены ФБ должны заблаговременно предоставить ФБ в письменной форме информацию о своих трейдерах для их допуска к участию в торговой сессии КФБ.

Трейдеры осуществляют биржевые сделки на основании соглашений или договоров, заключенных с клиентами в порядке, установленном законодательством Кыргызской Республики. Каждый трейдер должен иметь собственный пароль, присваиваемый Администратором ФБ для входа в торговую систему. Трейдер, помимо открытых справочных данных, имеет доступ только к той информации, которая необходима для ввода и подтверждения его сделок.

Биржевой сбор от денежного объема сделки взимается в равных долях с продавца и покупателя в соответствии с установленными тарифами ФБ и в сроки, определенные Биржевым советом.

Сделки с ценными бумагами ФБ должны быть отменены в случаях:

- несоответствия деталей сделки, внесенных в торговую систему ФБ, с условиями договоренности сторон;
- отказа от сделки одной из сторон или всеми сторонами, а также срыва взаиморасчетов по сделкам.

Обо всех случаях, приводящих к отмене сделок в результате срыва взаиморасчетов, произошедших после оформления и выдачи соответствующих контрактных записей, стороны должны уведомить Администратора ФБ в срок не позднее одного рабочего дня, следующего за решением об отмене.

ФБ ведет учет информации о всех отмененных сделках, включая дату сделки, дату отмены, имена и подписи трейдеров, номер (код) ценной бумаги, (ISIN), количество, цену, причину отмены сделки и подтверждающую подпись Администратора ФБ.

Споры, возникающие по биржевым сделкам и иным вопросам биржевой торговли, подлежат рассмотрению в соответствии с действующим законодательством.

Биржевые бюллетени

По итогам биржевого дня котировальная комиссия биржи анализирует информацию по всем заключенным сделкам и производит котировку цен продаваемых ценных бумаг. Котировальная цена – это типичная (или средняя) цена по заключенным биржевым сделкам. Она может быть рассчитана за весь биржевой день, на начало, середину или конец биржевого дня. Котировальная цена служит ценой исполнения сделки.

Роль котировальной комиссии не сводится к тому, чтобы только обобщать данные зафиксированных сделок. Котировальная комиссия, обобщая данные о спросе и предложении и о зарегистрированных сделках, может устанавливать верхний и нижний пределы цен на покупку и продажу ценных бумаг или исключать цены, которые не отражают конъюнктуру биржевого дня.

Данные о сделках за каждый биржевой день фондовой биржи отражаются в биржевых бюллетенях. Биржевой бюллетень – это сводная таблица, содержащая определенную информацию о ценных бумагах, котирующихся на бирже, и о заключенных в определенный период сделках. Биржевые бюллетени многих бирж распространяются не только среди участников рынка ценных бумаг, но и публикуются в многотиражных ежедневных газетах.

Биржевые бюллетени разных бирж содержат различные сведения о ценных бумагах, но наиболее типичной является следующая информация.

Прежде всего, в бюллетенях приводятся сведения о курсах ценных бумаг: курс текущего и предыдущего дней, максимальный и минимальный курсы за год и за день. Далее сообщаются данные о количестве проданных ценных бумаг, обычно в лотах (лот на фондовой бирже – 100 единиц ценных бумаг).

В биржевых бюллетенях по облигациям, например, указываются: номинал облигации и год выпуска, срок погашения, норма выплаты процента, дата выплаты процента, курс облигации, текущий процент – отношение нормы процента к текущему курсу. По облигациям с плавающей процентной ставкой указывается также размер ее превышения над межбанковской нормой. По конвертируемым облигациям указывается еще срок конвертации.

Биржевые бюллетени по акциям более разнообразны. Объем содержащихся в бюллетене сведений устанавливает сама биржа.

Биржевые индексы являются ключевыми показателями для статистического измерения, исследования и прогнозирования общего положения в фондовой торговле и положения в отдельных отраслях.

Самым известным (и самым первым по времени возникновения) является индекс Доу-Джонса. История его появления такова. В 1884 году партнерам по издательской компании «Доу-Джонс энд компани» – Чарльзу Генри Доу (который был к тому же редактором газеты «Уоллстрит джорнэл») и Эдварду Джонсу пришла идея рассчитать индекс курсов акций, который мог бы характеризовать состояние американского рынка. Идея оказалась удачной, и этот индекс используется уже более ста лет.

Первоначально в расчет индекса включались акции 12 компаний, в дальнейшем их число было увеличено. В настоящее время рассчитывается четыре варианта индекса Доу-Джонса:

- промышленный индекс, рассчитываемый на основе курсов акций 30 промышленных компаний, акции которых котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже;
- транспортный индекс – показатель курсов акций 20 транспортных компаний;
- индекс для 15 коммунальных компаний, занимающихся электро- и газоснабжением;

- совокупный индекс, рассчитываемый на основе 65 выше-перечисленных компаний.

Индекс Доу-Джонса представляет собой среднее арифметическое курсов акций, включаемых в расчет.

Биржевые индексы могут исчисляться по разной методике: некоторые биржевые индексы являются простыми средними величинами (средними арифметическими) движения курсов акций. Другие же являются индексами в традиционном понимании этого слова, т.е. средневзвешенными величинами, где в качестве весов выступают чаще всего показатели базисной рыночной стоимости обращающихся на рынке акций каждой корпорации. С точки зрения базы измерения индекса также могут быть различными: одни из них могут представлять рынок в целом, другие – конкретные отрасли или сектор рынка. К наиболее значимым и популярным в мире индекса относятся индексы Доу-Джонса (промышленный, транспортный, коммунальный и составной – простые и средние показатели).

Методика расчета индекса Доу-Джонса свидетельствует о том, что этот индекс является далеко не совершенным. Поскольку он рассчитывается как среднеарифметическая величина, то наибольшее влияние здесь оказывают акции, имеющие высокую рыночную цену. Количество проданных акций никак не влияет на величину индекса.

Существуют индексы «Стэндард энд пурз» («Стэндард энд пурз-500» – взвешенный по рыночной стоимости индекс акций 500 корпораций, «Стэндард энд пурз-100» – взвешенный показатель акций корпораций, имеющих зарегистрированные опционы на Чикагской бирже опционов) и другие индексы. Одними из наиболее известных индексов в России являются фондовые индексы «АК&М», рассчитанные акционерной компанией «АК&М», специализирующейся на информационно-аналитическом обеспечении рынка ценных бумаг.

В других странах для характеристики фондового рынка используются свои собственные индексы. Что касается Кыргызстана, где Фондовый рынок только начинает формироваться, то здесь пока еще не появилось аналогичных показателей, которые

достаточно эффективно могли бы характеризовать развитие событий на национальном или региональном уровнях.

Индекс рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации эмитентов, входящих в индексный список (т.е. суммы произведений цен акций на их количество), к суммарной рыночной капитализации этих же эмитентов в базовом периоде. За базовое значение индекса было взято 100.

Капитализация – общее количество ценных бумаг разных видов, выпущенное корпорацией.

$$\text{Индекс} = \frac{\text{Капитализация на 1.01}}{\text{Текущая капитализация по предприятиям, прошедшим листинг на бирже}} \times 100 \%$$

Капитализация предприятия – это количество простых акций, умноженное на их рыночную цену.

Рыночная капитализация компании определяется по рыночной цене выпущенных и находящихся в обращении простых акций. Капитализация высчитывается умножением количества выпущенных акций (простых) на текущую рыночную цену акции. Институциональные инвесторы используют капитализацию как один из инвестиционных критериев, согласно которому они инвестируют, например, только в те компании, которые имеют рыночную капитализацию не меньше 100 млн долларов США. Аналитики используют рыночную капитализацию в качестве инструмента для определения будущих перспектив компании и оценки инвесторам той или иной корпорации.

Биржевая капитализация – это сумма капитализации компаний, допущенных к торгам на биржевую площадку. Биржевая капитализация помогает оценить объем данного рынка и его развитость. И в свою очередь служит аналитическим инструментом.

Капитализация КФБ растет в основном за счет включаемых компаний, а не дополнительно выпускаемых эмиссий уже включенных компаний. Что в свою очередь указывает на то, что КФБ находится в стадии своего начального развития. Данная ситуация вообще характерна для зарождающихся рынков.

Основную долю в капитализации КФБ занимают такие стратегические предприятия, как АО «Кыргызэнерго», АО «Кыргызтелеком», АО «Кыргызский химико-металлургический завод», АО «Бакай», АО «БМЗ» и т.д. Изменения цен акций этих предприятий сильно влияют на значение капитализации. Что, в принципе, справедливо, так как они и занимают большую долю в объемах сделок на торговой площадке КФБ.

Рыночная капитализация КФБ в будущем будет расти: в нашей республике растет число акционерных обществ и большинство их провели лишь учредительные эмиссии и в будущем многие предприятия будут увеличивать собственный капитал за счет дополнительных эмиссий.

Контрольные вопросы:

1. Сущность торговых систем на РЦБ.
2. Биржевые индексы.
3. Биржевые бюллетени.
4. Расчет биржевых бюллетеней.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Закон КР «О рынке ценных бумаг». 1998.
2. Закон КР «Об акционерных обществах». 2003.
3. Сборник нормативных правовых актов, регулирующих РЦБ. Бишкек, 2004.
4. Антикризисное управление: учебник. М.: Изд-во «Дашков и К», 2012.
5. *Абдынасыров У.Т.* РЦБ и совершенствование государственного регулирования. Бишкек, 2002.
6. *Агарков М.М.* Учение о ценных бумагах. М.: Финстатинформ, 2012. 262 с.
7. *Адекнов Т.М.* Банки и фондовый рынок. Практика. Эволюция. М.: Обь, 2012. 160 с.
8. *Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 2012. 255 с.
9. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг: Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 2012. 305 с.
10. *Астахов В.П.* Ценные бумаги. М.: Аксамит, 2012. 115 с.
11. Биржевая деятельность: учебник для вузов / под ред. А.Г. Грязновой и др. М.: Финансы и статистика, 2012. 113 с.
12. *Жуков Е.Ф.* Рынок ценных бумаг: учеб. пособ. М.: Финансы и статистика, 2012. 89 с.
13. *Жуков Е.Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки. М.: ЮНИТИ, 2011. 67 с.
14. *Маркин А.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 2012. 235 с.
15. *Мескон М.Х., Альберт М., Хедоури Ф.* Основы менеджмента. М.: Дело, 2011. 702 с.
16. *Михайлова Е.В.* Финансовый рынок Российской Федерации (опыт проблемы становления). СПб.: Издательство СПбУЭФ, 2012. 119 с.

17. *Рузавин Е.И.* Влияние потребления, сбережений и инвестиций на национальный доход: Банки и биржи. М.: ЮНИТИ, 2012. 210 с.
18. *Торкановский В.С.* Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. СПб, 2004. 150 с.
19. *Тепман Л.Н.* Корпоративное управление: учеб. пособ. М.: Изд-во Юнити-Дана, 2009. 176 с.
20. *Чуб Б.А.* Корпоративное управление: курс лекций. М., 2012. 189 с.
21. *Чернов В.Н.* Облигации как инвестиционный инструмент предпринимателя. М.: Правовая культура, 2011. 93 с.
22. *Шелег Е.М.* Рынок ценных бумаг. М.: БГЭУ, 2011. 272 с.
23. <http://www.transcaspian.ru/cgi-bin/web.exe/rus/3339.html>
24. http://www.snet.ru/rus/index/index_method.stm-АК
25. <http://www.liga.kiev.ua/finance/stock/kacdesc.html>
26. <http://www.photo.kiev.ua/finance/stock/pftsdesc.html>

Клара Магометовна Мечукаева

**ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ
НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Курс лекций

Редактор *В.Ю. Коваленко*
Компьютерная верстка *А. Малдыбаева*

Подписано в печать 25.09.2015
Формат 60×84 ¹/₁₆. Печать офсетная
Объем 6,0 п.л. Тираж 100 экз. Заказ 97

Издательство КРСУ
720000, г. Бишкек, ул. Киевская, 44

Отпечатано в типографии КРСУ
720048, г. Бишкек, ул. Горького, 2